

2010年度（9月修了）

早稲田大学大学院商学研究科

修 士 論 文

題 目

『のれんの償却に関する理論的・実証的検討』

研究指導 財務会計研究指導

指導教員 辻山 栄子 教授

学籍番号 35081703-1

氏 名 木村 文彦

概要書

2001年に、米国財務会計基準審議会（FASB）から、SFAS 141 および SFAS 142 が公表され、のれんの償却が廃止されてから、まもなく 10 年の歳月が経とうとしている。その間、会計基準の国際的なコンバージェンスが進められてきたにもかかわらず、のれんの会計処理を巡っては、非償却＋減損処理法を採用する FASB や国際会計基準審議会（IASB）と、規則的償却＋減損処理法を採用する企業会計基準委員会（ASBJ）との間での共通認識が得られず、未解決の論点として先送りされてきた。2007 年 8 月には、IASB との間でいわゆる「東京合意」が締結され、それを踏まえて同年 12 月に作成された『ASBJ プロジェクト計画表』の中期プロジェクトにも掲げられたが、のれんの償却・非償却を巡る基準設定主体間の溝は、未だに埋まっていない。

1999 年には、FASB (1970a) および FASB (1970b) に代わる会計基準の設定に向けて、公開草案 FASB (1999a) が公表された。そこでは、持分プーリング法の廃止や、仕掛研究開発費として即時費用処理することを制限する提案がなされた。その一方で、のれんの規則的償却に関する変更はなく、経営者の裁量を極力排除し、財務報告への恣意性の介入を防ごうとする姿勢すら窺えた。にもかかわらず、2001 年に公表された FASB (2001a) および FASB (2001b) では、FASB (1999a) の内容が一変して、のれんの規則的償却が廃止され、減損処理法のみによる会計処理が義務付けられた。

のれんを非償却とするにあたって、FASB や IASB は理論的観点と合わせて、実証的観点からも、改定の合理性を主張した。その実証的観点からの主張の核となった研究が、Jennings et al. (2001) であった。Jennings et al. (2001) は、まず、被説明変数を株価とし、説明変数をのれん償却費控除前利益としたモデルとのれん償却費控除後利益としたモデルとを設定することで、2 つの単回帰モデルの相対情報内容の比較を行った。その結果、のれん償却費控除前利益の方が情報価値が大きいという傾向が観察された。さらに、被説明変数に株価を、説明変数にのれん償却費控除前利益・のれん償却費をおいた重回帰モデルを設定し、のれん償却費が投資家にどのように認識されているのかについてサーベイを行った。その結果、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値の符号はプラスの傾向を示し、それらの結果を踏まえ、

のれん償却費は報告利益の有用性を減少させるノイズであると結論づけた。

しかし、Jennings et al. (2001) の研究は、基準改定にあたって参考するに足る研究であったのだろうか。その合理性を、Jennings et al. (2001) と同様のモデルを用いて日本市場を対象にサーベイを行った永田 (2002) および山地 (2008) を参照しながら議論しようとするのが、本論文の第一の目的である。

また本論文では、理論研究と実証研究のそれぞれの役割について考察し、基準改定時ににおける理論研究の重要性に鑑み、のれんの償却に関する理論的検討も行っている。理論的観点からみて、のれんは償却すべきなのか、それとも非償却としたことは合理的な決断であったのか、それを判断することが本論文の第二の目的である。

以上を踏まえた上で、本論文では、のれんの償却の是非を理論的・実証的な観点からサーベイを行った。

2 章では、のれん概念の歴史的変遷とのれんの償却に関する論点について整理・分析を行った。まず、のれん概念の歴史的変遷については、のれん概念は歴史的に潜在的無形財概念・超過利潤概念・残余概念・相乗効果概念という 4 つの概念から形成されてきたこと、そのうち現代的意義としては超過利潤概念と相乗効果概念が中心となることを示した。のれんの償却に関する論点については、のれんの償却を批判する根拠となる論点やのれんの非償却を正当化する根拠となる論点を洗い出すことにより、以下の章での解決すべき課題を明らかにした。

3 章では、実証的観点から検討を行った。そこでは、永田 (2002) と山地 (2008) という日本市場を対象にした 2 つの論文と、そこで用いられたモデルの原典である Jennings et al. (2001) を参考に、日本市場を対象にのれん償却費の有用性に関する研究を行うことによって、のれん償却費の有用性およびのれん償却の是非について考察した。まず、3 つの主題について検討した。主題 1 では、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益との相対情報内容としての比較と、のれん償却費の増分情報内容についての調査を行った。さらに、主題 2 では、主題 1 に損失ダミーを交差項として加味した場合について、主題 3 では、Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) に依拠したモデルを設定した場合について、それぞれ主題 1 の結果との比較を行った。それらの結果、日本市場では (1) のれん償却費控除前利益の方がのれん償却費控除後利益よりも株価との価値関連性が高い傾向にあること、(2) のれん償却費は株価とプラスの相関をもつ傾向にあること、を確認した。そして、(1) については、FCF や EBITDA に基づいた企業価値評価が主流である以上、特に驚くべき結

果ではないとし、専ら、(2) について追加的検証を行った。そこでは、株価とのれん償却費のプラスの相関は見かけの相関にすぎず、真の因果関係は、(株価と) 期中ののれん簿価変動額にあるのではないかという仮説を立てて検証を行った結果、複数の期間において、株価とのれん簿価変動額との相関を確認し、株価とのれん株価とのれん償却費がプラスの (見かけの) 相関をもつ一要因を明らかにした。それらの結果は、Jennings et al. (2001) のリサーチ・デザインおよび実証結果からは、(1) のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の $\overline{R^2}$ の比較だけではのれん償却の是非は判断できないこと (2) 必ずしも のれん償却費はノイズであるとはいいい切れないということ、を示唆している。しかし、のれん償却費はノイズではないと言い切るまでの強い証拠は得られなかった。また、それらを受けて、基準設定時における実証研究 (価値関連性研究) の役割と限界について考察し、FASB や IASB が基準設定に際して Jennings et al. (2001) を参照したことに対して疑問を投げかけた。

4 章では、理論的観点から、のれんの償却の是非についての検討を行った。まず、資本財とのれんの価値減耗という視点から、のれんは償却性資産・非償却性資産・取替資産のうち、どの資産と性質的に類似しているかについて考察した。その結果、のれんは、資産単体では売却することが不能なことから、非償却性資産とは異なり、また、資産の形態や構成する各要素の等質性、取替後資産の性質、取替えに要した費用の測定可能性などの観点に注目した場合に、従来の取替資産とは大きな差異があることから、取替資産とも異なるという結論に至った。そして、のれんは、原価配分原則や対応原則に依拠した、償却性資産としての性質を持つことが再確認された。続いて、のれんの償却を批判し、非償却の正当性を主張するいくつかの主要な論点についても考察を加えた。償却手続に関する論点については、減耗部分と非減耗部分との不可分性、経済的耐用年数の不確定性、減価パターンの多様性について考察した。まず、減耗部分と非減耗部分との不可分性に関しては、価値 (未償却残高) の評価は、取得原価の配分や収益との対応の副次的な結果であって、のれんを減耗部分と非減耗部分とに区分して認識しようとする自体が、不毛な議論である旨を述べた。経済的耐用年数の不確定性に関しては、投資の回収可能性の観点から、経営者の意思表示として経済的耐用年数を開示することには意義があるという結論を下した。減価パターンの多様性に関しては、市場依存度の高い実現パターンには、多分のリスクと不確実性を含んでおり、恣意性を排除するには定額法による配分パターンが、最も適切であると結論づけた。さらに、自己創設のれんの計上に関する論点では、客観のれんの自己創設のれんへの置換の可能性やのれん償却費と維持費の二重計上の問題について取り上げた。客観のれんの自己創設のれんへ

の置換の可能性に関しては、のれんは償却性資産であるため、適切な期間配分によって自己創設ののれんは計上されないとした。のれん償却費と維持費の二重計上の問題に関しては、広告宣伝費等ののれんの維持費は、のれんの原状回復や現状維持としての意味合いが強く、それは収益的支出にあたるため、他の有形固定資産が減価償却費と収益的支出を二重に計上していることに鑑みれば、のれんについても償却費と維持費が二重に計上されても、何らおかしくはないという結論を下した。そして、それらを踏まえ、理論的見地からは、のれんは（規則的）償却すべきであるという結論に至った。

1 章でも述べたように、本論文における目的は、のれんの償却を廃止したことの妥当性を理論的・実証的観点から比較・検討することであった。まず実証的検討については、株価とのれん償却費のプラスの相関が見かけの相関にすぎないという可能性がある以上、少なくとも、基準改定にあたって Jennings et al. (2001) を判断材料にしてしまったことは軽率であったといえる。また、理論的検討については、のれんは償却性資産であり、償却（配分）というスキームによって導き出された利益情報の方が、より合理的であるという結論が得られた。つまり、これらを総合的に踏まえると、のれんの償却を廃止した FASB と IASB の判断は、時期尚早であり、もう少し議論の余地があったといえる。

目次

1. はじめに	3
2. のれん概念の歴史的変遷と償却に関する論点	8
2.1 のれん概念の歴史的変遷	8
2.1.1 概念の体系	8
2.1.2 各概念のかかわり	11
2.2 のれんの償却に関する論点	13
3. のれんの償却に関する実証的検討	15
3.1 先行研究のレビュー	15
3.1.1 先行研究の体系	16
3.1.2 価値関連性に関する先行研究	20
3.1.3 Jennings et al. (2001) と永田 (2002) ・山地 (2008) の論点	29
3.1.4 先行研究との違いとオリジナリティ	34
3.2 サンプルと記述統計量	36
3.2.1 サンプル	36
3.2.2 記述統計量	36
3.3 分析手法	37
3.3.1 主題1：アンカーとなるモデルを用いた分析	37
3.3.2 主題2：アンカーとなるモデルに損失ダミーを加えた場合	39
3.3.3 主題3：アンカーとなるモデルに純資産簿価情報を加えた場合	42
3.4 検証結果とインプリケーション	45
3.4.1 主題1の検証	45
3.4.2 主題2の検証	47
3.4.3 主題3の検証	50
3.4.4 主題1-3の検証結果のインプリケーション	51
3.5 追加的検証	53
3.5.1 新たな仮説	53
3.5.2 追加的検証の分析手法	54

3.5.3	追加的検証の検証結果とインプリケーション	57
3.6	小括	61
3.6.1	実証的検討のまとめ	62
3.6.2	今後の実証的課題	63
3.6.3	実証研究の役割と限界	64
4.	のれんの償却に関する理論的検討	66
4.1	資本財とのれんの価値減耗	66
4.1.1	償却性資産とのれんの価値減耗	67
4.1.2	非償却性資産とのれんの価値減耗	69
4.1.3	取替資産とのれんの価値減耗	70
4.2	償却の意義に関する論点	72
4.2.1	客観のれんと非償却性資産の差異	72
4.2.2	客観のれんと取替資産の差異	73
4.2.3	償却性資産としての客観のれん	74
4.3	償却手続に関する論点	76
4.3.1	減耗部分と非減耗部分との不可分性	76
4.3.2	経済的耐用年数の不確定性	77
4.3.3	減価パターンの多様性	78
4.4	自己創設のれんの計上に関する論点	79
4.4.1	自己創設のれんへの置換	79
4.4.2	のれん償却費と維持費の二重計上	80
4.5	小括	81
4.5.1	理論的検討のまとめ	81
4.5.2	今後の理論的課題	82
5.	おわりに	83

参考文献

Appendix A - D

1. はじめに

2001年に、米国財務会計基準審議会（FASB）から、財務会計基準書第141号（SFAS 141）『企業結合』および財務会計基準書第142号（SFAS 142）『のれんおよびその他の無形資産』が公表され、のれんの償却が廃止されてから、まもなく10年の歳月が経とうとしている。その間、会計基準の国際的なコンバージェンスが進められてきたにもかかわらず、のれんの会計処理を巡っては、非償却＋減損処理法を採用するFASBや国際会計基準審議会（IASB）と、規則的償却＋減損処理法を採用する企業会計基準委員会（ASBJ）との間での共通認識が得られず、未解決の論点として先送りされてきた。2007年8月には、IASBとの間でいわゆる「東京合意」が締結され、それを踏まえて同年12月に作成された『ASBJプロジェクト計画表』の中期プロジェクトにも掲げられたが、のれんの償却・非償却を巡る基準設定主体間の溝は、未だに埋まっていない¹。

元来、のれんの会計処理については、会計原則審議会意見書第16号（APB 16）および会計原則審議会意見書第17号（APB 17）によりのれんの規則的償却が義務付けられていた。

しかし、Jennings et al. (2001) では、1970年にFASB (1970a) およびFASB (1970b) が採用されていた当初から、のれんの規則的償却を巡って、すでに論争があったと指摘されている。そして、経済の主体が製造業から知的活動（“knowledge-based activities”）に移行するのに伴い、企業価値の構成要素としてののれんの相対的な重要性が高まるにつれて、のれんの償却に対する不平不満はさらに広まっていったとされる。中には、のれんの償却費負担による報告利益の著しい減少を避けるために、持分プーリング法を採用できるよう、企業結合の際の条件を悪意に操作する企業まで現れたほどであったようだ。

また、Hopkins et al. (2000) では、ある企業は、のれんの償却を避けるために、のれんとして認識すべき超過分についてその大部分を仕掛研究開発費として配分し、即

¹ 2010年4月12日発表の『ASBJ プロジェクト計画表』（更新版）では、2010年内にのれんの償却に関する会計基準を公表するとしている。

時費用処理していたことが示されている²。このような企業のフラストレーションの結果生じた会計操作へのインセンティブの高まりにより、約 30 年間に渡って適用されてきた FASB (1970a) および FASB (1970b) は、廃止されることとなった。

1999 年には、FASB (1970a) および FASB (1970b) に代わる会計基準の設定に向けて、公開草案 FASB (1999a) が公表された。そこでは、持分プーリング法の廃止や、仕掛研究開発費として即時費用処理することを制限する提案がなされた。その一方で、のれんの規則的償却に関する変更はなく、経営者の裁量を極力排除し、財務報告への恣意性の介入を防ごうとする姿勢すら窺えた。

ところが、2001 年に公表された FASB (2001a) および FASB (2001b) では、FASB (1999a) の内容が一変し、のれんの規則的償却が廃止され、減損処理法のみによる会計処理が義務付けられることとなった。FASB (2001b) の背景説明には、のれんの償却が廃止された理由として、以下の 4 点が挙げられている。すなわち、のれんは、(1) 将来における経済的便益が発現する期間を十分な信頼性を持って測定できないために経済的耐用年数の設定が困難であること、(2) 経営者の裁量を含んだ耐用年数に渡る定額償却 (straight-line amortization) は経済的実態を反映していないこと、(3) フィールド・ヴィジットの結果、多くのアナリストがのれん償却費を彼らの分析から除外していること³や、多くの企業で内部報告を目的とする業績の測定にあたってのれん償却費を除外していること⁴が判明したこと、(4) 操業活動に大きな変化はないにもかかわらず、のれんの償却が済むと利益が増加することは、その期に生じた経済的変化を正確に反映しているとはいえないこと⁵、などを根拠に、のれんの規則的償却が意思決定有用性に劣ると結論づけられている。

² Hopkins et al. (2000) では、この記述の参考として Deng and Lev (1998) を取り上げている。

³ Jennings et al. (2001) の脚注には、筆者ら自らアナリストに対して調査を行った旨について書かれている。Jennings et al. (2001) では、業界最大手の業績予測会社である First Call に所属するアナリストを対象として 2000 年 8 月にフィールド・ヴィジットを行った結果、約 200 社に対するすべての予測において、のれん償却費控除前利益をもとに算定していることが確認された。ただしこれはフリー・キャッシュ・フロー (FCF) や EBITDA を求めるために営業利益や稼得利益にのれん償却費を足し戻すプロセスを指摘しているものと推測することができる。しかし、のれんの減損損失も FCF や EBITDA を算定する際には調整される対象であり、この推測が正しい場合に、これらのフィールド・ヴィジットの結果をのれんの償却を廃止する理由として挙げることはナンセンスである。

⁴ 具体例として、純資産利益率 (return on net assets) の測定において、多くの経営者は、分母にはのれんを含めるが、分子にはのれん償却費を含めないことを挙げている。

⁵ このような利益の増加は、のれん償却費を計上しなくてよかったことに加え、のれんを維持するために支出していた費用 (つまり自己創設のれんに対する支出) が不要になったことから生ずるものであると述べている。

さらに、のれんの償却の是非に関して、FASB のシニア・プロジェクト・マネージャーであった L Todd Johnson とプロジェクト・マネージャーであった Kimberley R. Petrone は、連名で、FASB が発行する “Status Report” の 1999 年 11 月 17 日号において “Why Not Eliminate Goodwill?” という記事を、また同誌 2000 年 12 月 29 日号において “Why Did the Board Change Its Mind on Goodwill Amortization?” という記事を投稿した。彼らは、FASB (1999b) において、(1) のれんとして記録されているもののうち非減耗資産 (nonwasting asset) は一部分にすぎず、減耗資産 (wasting asset) として扱うべきであり、そのためのれんの非償却は表現的に忠実ではないこと、(2) 頑健的な減損テストを開発することは一般的に言って不可能なので、償却は唯一の実現可能な選択肢であること、(3) のれんを計上する際に構成要素を注意深く査定することで、のれんの償却はより恣意的でなくなり、より信頼性が高くなること、を明記している。

にもかかわらず、約 1 年後に発行された FASB (2000) では、(1) 減損テストの改善によって、のれんを非減耗資産として扱い、非償却・減損処理を採用するにあたって障害となっていた問題点を克服することに成功したこと、(2) のれんは時の経過により減少すると仮定してもその減少パターンは規則的ではないことや、のれんの経済的耐用年数は有限だと仮定してもそれをある程度の正確性をもって推測することは事実上不可能であることから、のれんの償却は表現に忠実でないこと、(3) のれんを計上する際に減耗資産である無形資産を分別して認識することで、のれんをより非減耗資産に近づけることが可能であることを根拠として、あくまで「心変わりしたのではなく (*did not “change its mind”*)、1999 年に公表された公開草案以降変化したものは (技術の進歩による) 障害の克服である」ということが主張されている。

このように、彼らは「心変わりではない」と主張しているものの、2 つの記事が掲載された 1 年の間に、意見は 180 度転換しており、どう見ても「心変わりした」としか考えられない。

このような紆余曲折した過程を経てきたことなどから、のれんの償却の廃止について「政治的圧力に屈して基準化された」と批判する意見も見受けられる⁶。政治的圧力の有無についてはここでは深追いしないとしても、FASB (2001b) の背景説明に挙げ

⁶ Ramanna (2008) には「紆余曲折」した一連の出来事について詳しく書かれている。

られた4つの論拠や FASB (1999b) および FASB (2000) の2つの記事の合理性を検証することは、のれんの償却の是非を語る上で非常に重要である。

ここで注目したいことは、のれんの償却の廃止の理由として挙げられている根拠は、理論的見地のみならず実証的見地からも導き出されているということである。上述した以外にも、後に FASB のボード・メンバーとなった Katherine Schipper は、その著作 Schipper (2003) において、投資家はのれんの規則的な償却を費用として捉えていないという Vincent (1997) の実証研究の結果を例に挙げ、のれんは耐用年数が不明瞭であるため償却すべきではないと指摘している。また IASB による 2004 年 3 月 31 日付けのプレスリリースには、IASB (2004) 設定にあたって Jennings et al. (2001) の実証結果を参照した旨が述べられている⁷。

これらの見地から、のれんの償却への批判がなされ基準の改定が行われた以上、のれんの会計処理について、定性的な分析手法に加え、定量的な分析手法を用いて両側面から考察する必要があるといえよう。

本論文の目的は、のれんの償却を廃止したことの妥当性を理論的・実証的観点から比較・検討することである。まず、実証的観点からの研究では、日本市場を対象に価値関連性研究を行った2つの論文およびそれらの論文のモデルとなった米国市場を対象とした論文を通じて、のれんの償却の有用性およびその是非について考察していくこととする。次に、理論的観点からの研究では、まず資本財とのれんの価値減耗に関する議論を展開して、のれんの資産としての性質を考察し、その結果を踏まえて、のれんの償却に対する批判や非償却を正当化する論拠の合理性について議論を行う。そして、これらの実証的観点および理論的観点から、FASB (2001b) において要請されているのれんの償却の廃止は、理に適っていることなのか、それとも旧来通り償却すべきなのかについて明らかにしていきたい。

本論文の構成は以下の通りである。2 章では、のれん概念の成立過程およびのれんの償却の是非を巡る論点について整理する。3 章では、のれんに関する実証研究を行う。そこでは、まず、先行研究のレビュー、特に、本論文と最も関連性の高い価値関連性研究について、より詳細かつ体系的な整理を行う。そして、のれんの償却の是非について、日本市場をターゲットにした2つの論文を比較・検討した上で、実際に自

⁷ プレスリリースに関する記述は、川本 (2007) でも指摘されている。

ら直近 15 年間のサンプルを用いて価値関連性研究を行い、その結果をもとに日本市場におけるのれんの償却の有用性について考察する。4 章では、理論的観点から、のれんの配分および評価について議論した上で、償却の意義や償却手続、自己創設のれんの計上に関する個々の論点を取り上げ、それぞれ考察していく。5 章では、これらの結果を踏まえた上で、結論を述べる。

2. のれん概念の歴史的変遷と償却に関する論点

本章では、のれん概念の成立過程の変遷およびのれんの償却の是非を巡る論点を整理・分析する。

2.1 のれん概念の歴史的変遷

本節は、のれんの歴史的な概念の変遷を整理することで、のれんの性質について紐解いていく。のれんの概念は 19 世紀後半から 20 世紀後半にかけて確立した 3 つの概念および 20 世紀末から 21 世紀において台頭してきた新たな概念の 4 つに分類することができる。それらの 4 つののれん概念が現代においてそれぞれどのような関係性を持っているのかを考察することが、本節の目的である。なお本節は、梅原（2000）および山内（2010）に依拠するところが大きい。

2.1.1 概念の体系

以下、潜在的無形財概念、超過利潤概念、残余概念および相乗効果概念の 4 つののれん概念について整理する。

2.1.1.1 潜在的無形財概念

潜在的無形財とは、ブランドやノウハウなどの、企業価値に重要な貢献をするはずであるが、会計上は識別不能であり、通常は貸借対照表に計上されない項目のことである。山内（2010；p.42）では、潜在的無形財概念の議論が行われ始めた 19 世紀後半においては、のれんの源泉は顧客を有するための立地の良さや顧客からの信用、評判や技術といった消費者に関係するものであると考えられていたことなどから、消費者のれん（consumer goodwill）と呼ばれていた旨が紹介されている。

この消費者のれんについて、Yang（1927）では、消費者層（class of customer）、確立した顧客関係（established connections）、立地条件（factor of location）、商標と商号（trade-marks and labels）の 4 つを構成要素として挙げている。

また、Yang（1927）では、「企業の観点から最も合理的なのれんの定義は、消費者からの良好な信用、労働者間の親密な関係およびそれ以外の企業との直接的かつ重要な

関係によって生じる、見積もられた将来利益の資本価値であろうことは疑いない。しかしながら、異なる要因の効果の相乗作用は、それぞれの正確な貢献度を分離する何ら周到な方法がないほどに複雑であるので、あらゆる実務目的からしても、これらは、ほとんどの場合、決定不可能な額である。」とも述べられている。そして、このような認識のもとに、個別には評価できない複数の潜在的無形財の総合評価の方法として、超過利潤概念や残余概念が提案された。

2.1.1.2 超過利潤概念

山内（2010；pp.61-69）に拠れば、のれんを超過利潤とみなす考え方は、Leake（1914）に端を発するという。Leake（1914）には「のれんとは将来の超過利潤（super-profits）の現在価値である」という記述が見られ、それまでの潜在的無形財概念とは異なったのれん概念の捉え方をしていることが理解できる。

また、Paton and Littleton（1940；中島[訳] p.152）は「ある企業がとくに優越した収益力（superior earning power）—すなわち、買受予定者がその企業の有形資産に正常ないし代表的な収益率を適用して計算する結果よりも多くを獲得する能力—を持っており、そしてこのような優越性が、特許とか特認などに表されている特定の独占的な認可などで説明できない場合、その企業はのれんすなわち総体的無形価値を持っているといって差し支えない」と述べており、1940年代にはすでに超過利潤概念が定着していたことがうかがえる。

2.1.1.3 残余概念

残余概念は、Canning（1929）で主張されている総合評価勘定説に影響を受け発展したのれん概念である。Canning（1929；p.42）では、「のれんが貸借対照表上に現れたとき、それは総合評価勘定（master valuation account）—必ずしも法的性質を持っている必要はないが、数え切れない程の経済的性質を持つ項目や、資産として計上された項目のうち過小評価された部分が投げ込まれたがらくた入れ（a catch-all）—にすぎない」と述べられ、買収価額と識別可能純資産額との差額であるのれんは、識別可能資産・負債の認識・測定が不十分であるために生じる総合評価勘定と解釈された。Canning（1929）に拠れば、のれんは、測定誤差と潜在的無形財により構成されることになる。

2.1.1.4 相乗効果概念

山内（2010；pp.100-101）に拠れば、相乗効果概念は、Miller（1973）において主張され始めたものであるという。

また、Ma and Hopkins（1988）は「ダイナミック・オープンシステム・パースペクティブからののれんの考察は、企業内や企業とそれを取り巻く環境との間の資産および他のサブシステムの相互作用によって生じる相乗的便益（synergistic benefits）の産物として、のれんを捉えることを可能にする」と述べている。

その後も、IASC（1993）では、「買収により発生するのれんは、将来の経済的便益を予測して買収企業が支払ったものを表現している。将来の経済的便益は、買収した識別可能資産の相乗効果（synergy）である場合もあるし、個々に財務諸表で認識できないものに対し買収企業が支払ったとみなされる資産からもたらされる場合もある。」と記述されている。つまり、のれんが生じる要因を、潜在的無形財をすべて識別できないことの他に、将来の経済的便益をもたらす相乗効果が存在することにも求めるという考え方である。

そして、相乗効果概念は、のれんを複数の構成要素に分解することで、核となる部分すなわちコアのれん（core goodwill）を正確に認識・測定すべきであるという議論に発展していった。山内（2010；pp.110-114）に拠れば、このようなのれんの構成要素別の分解が初めて示唆されたのは、Arnold et al.（1992）であるされる。

このArnold et al.（1992）以降、のれんの構成要素は、Johnson and Petrone（1998）によってさらに細かく分解され、FASB（2007）やIASB（2008）において規定されいる⁸のれんの構成要素別の分解のもととなった。FASB（2007）やIASB（2008）では、よりコアなのれんを算定するため、取得企業に対して、正確に買収対価を測定することや識別可能資産および負債の正味資産を簿価ではなく公正価値で認識すること、無形資産の認識要件に合致した資産は無形資産として計上しのれんと区別する努力をすること等が要請されている。

⁸ FASB（2007）やIASB（2008）は企業結合に関する共同プロジェクトの第2フェーズの成果として公表されたものであり、内容は若干の差異を除いてほぼ同様である。

2.1.2 各概念のかかわり

図表 1 は、時系列で捉えた 4 つののれん概念の成立過程である。各概念が排他的なものではなく、混成されて現在に至ることに異論はないだろうが、その混成のされ方については、複数の考え方が存在する。

山内（2010）では、20 世紀末から 21 世紀にかけて誕生した相乗効果概念こそが現代における中心的なのれん概念であって、潜在的無形財概念・超過利潤概念・残余概念は現在においては中心的なのれん概念ではないとし、相乗効果概念から見た 3 つの歴史的な概念に対するそれぞれの解釈を行っている。以下は、現代におけるのれん概念に関する山内（2010；p.158）の解釈である。

暖簾とはシナジーであり、当該シナジーは、識別可能な有形財および無形財ならびに識別不能な無形財の相互有機的な結びつきにより生じる。シナジーを有する結果として超過利潤が生じるが、この超過利潤は、シナジーを認識しない場合に将来の損益計算において認識されるものである。（中略）なお、シナジーを個々に識別して評価することはできないため、その評価自体は残余により行われる。

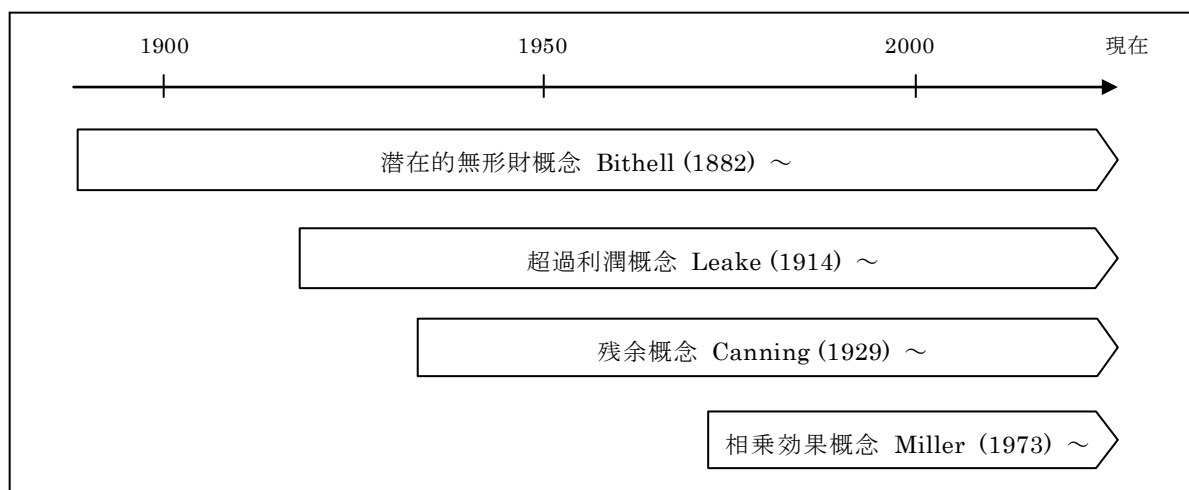
山内（2010）の解釈のイメージは、相乗効果概念という 1 つの核に、潜在的無形財概念・超過利潤概念・残余概念という 3 つの因子が、原子核と電子のような関係で配置されているというものである。基本的には、山内（2010）の見解に賛同できるが、ひとつだけ指摘するとすれば、相乗効果概念と超過利潤概念は「相乗効果が生じることで超過利潤が発生する」という因果の関係にあり、その差異にそれほどの開きがあるとは思えない。山内（2010；p.144）では、「超過利潤的暖簾観は、考え方としては、シナジー的暖簾観と整合的なものではある」と前置きされた上で、超過利潤を事前に的確に捉えることは難しいため『暖簾＝超過利潤』というように直接的に考えることはできない」と述べられているが、超過利潤を事前に期待せずして市場価値（識別可能純資産）を超えて企業を取得する経営者はおらず、事後的に予期した超過利潤が得られようが得られまいが、のれんの概念的な捉え方に差異があるとは思えない。また、シナジー効果ならば、事前に的確に捉えることができるのかという反論も可能である。

ここで、現代におけるのれんの概念を具現化していると考えられる、コアののれんの

構成要素について考えてみよう。Johnson and Petrone (1998) に拠れば、コアのれんは、(1) 被取得企業の既存事業の“ゴーイングコンサーン”要素の公正価値と (2) 取得企業と被取得企業の純資産および事業が統合することにより期待されるシナジーの公正価値の 2 つの要素から構成される。そのうち (1) については、その意味として「被取得企業の純資産を個別に取得しなければならないと仮定した場合よりも、一括して取得したことによってより高い収益率を得られるような、独立した事業としての被取得企業の能力」であり、それは「被取得企業の純資産のシナジーを表す」と説明されている。つまり、ここでは、超過利潤（超過収益率）とシナジーを大差なく用いていることが分かる。なお、ASBJ (2008) や ASBJ (2009) には、超過利潤や超過収益力に関する記述はあるものの、シナジーや相乗効果に関する記述はみられない⁹。

これらの事実から考えても、相乗効果概念と超過利潤概念にはほとんど差異がなく、現代におけるのれんの中心的な概念は相乗効果概念と超過利潤概念であるといえるだろう。ちなみに、潜在的無形財概念と残余概念については、コアのれん以外の部分はこのれん以外の勘定科目として正しく計上すべきであるとする考え方を前提におけば、現代における中心的な概念ではないといえるだろう。

図表 1：4 つののれん概念の生成過程



出典：梅原（2000）・山内（2010）を参考に作成

⁹ ただし、ASBJ (2009) には、国際財務報告基準におけるのれんの考え方を紹介するために、シナジーという言葉を出している。

2.2 のれんの償却に関する論点

本節は、FASB (2001b) や ASBJ (2009) をもとに、のれんの償却に関する論点について、償却を批判する意見を中心に整理するものである。

のれんの償却の是非については、償却の意義・償却手続・自己創設のれんの計上との関係の3つの面から論じることができる。

まず、償却の意義についてである。そこでは、のれんは、その価値が減価する費用性資産（減耗資産）ではなく、将来の収益力によって価値が変動する資産であって、収益性の低下による回収可能性で評価すべきとされている。また、財務諸表利用者の観点からも、投資家がその意思決定にあたってのれん償却費を無視していることや、経営者の業績評価にあたってのれん償却費は考慮されないことが多いことなどから、のれんの償却は懐疑的に捉えられている。

次に、償却手続に関してである。仮にのれん（の一部）が減価すると仮定しても、経済的耐用年数は予測不可能であり、かつ減価パターンも一様ではない。そのような状況下では、経済的耐用年数の見積もりには恣意性が混入してしまい、また定額法で費用配分しても経済的実態を反映しているとはいえず、結果として投資意思決定に有用な情報を提供できないのではないかというものである。さらに、のれんを減価する部分と減価しない部分とに分離して減価しない部分については、非償却とすべきという意見もある。

最後に、自己創設のれんの計上との関係についてである。取得したのれんの価値が企業努力によって維持されるものとする、客観のれんが自己創設のれんに置換されることはあるが、それでものれんを生成するための支出やのれんの価値を維持するために費やされた費用との二重計上を避けるべきであるという意見である。

以上の論点について、以下の章で詳しく考察していくことにする。なお、本論文において対応する章節は、図表2のようになる。

図表 2：のれん償却の是非を巡る論点

のれん償却の是非を巡る論点		対応する章節
償却の意義	のれん償却は意思決定に有用か	3
	のれんは減耗資産か	4.2
償却手続	減価部分と非減価部分とに分離して認識すべきか	4.3.1
	経済的耐用年数の不確実性について	4.3.2
	減価パターンの多様性について	4.3.3
自己創設のれんの	客観のれんは自己創設のれんに置換されるか	4.4.1
計上との関係	のれん償却費と維持費との二重計上について	4.4.2

次章以降では、のれん償却の是非に対して、これらの批判があることを念頭においた上で、理論的・実証的検討を進めていくことにする。

3. のれんの償却に関する実証的検討

本章では、統計的分析手法を用いてのれんに関する実証研究を行う。FASB (2001b) の背景説明や Schipper (2003) にも挙げられているように、のれんの非償却を支持する理由として実証的な観点から考察されており、その合理性を追究することが求められている。

とりわけ、Jennings et al. (2001) は、のれんの非償却の決定において、直接的な影響を与えたと言われており、その実証研究内容および結果の妥当性を検討することは、のれんの償却の是非について考察する上で、非常に有意義である。

また、日本市場における価値関連性研究 (value-relevance studies) については、Jennings et al. (2001) のモデルに依拠した永田 (2002) および山地 (2008) があるが、同様の回帰モデルを設定しているにも関わらず、その結果は両者正反対の結論に至っており、なぜそのような差異が生じたのか、どちらの結果がより妥当な結論に至っているのかについて考察することは、今後ののれんに関する実証研究に資するものである。

本章の目的は、大きく分けて 2 つある。

1 つ目は、日本市場において Jennings et al. (2001) を参考到的れんの償却に関する実証研究を行うことで、のれんの償却は投資家にとって有用なのか、また投資家はのれん償却費をどのような項目として捉えているのかについて考察することである。また、この研究は、副次的目的も存在する。それは、永田 (2002) と山地 (2008) の結果の妥当性を検討することである。

2 つ目は、Jennings et al. (2001) に基づいた実証研究を実際に行うことで、そこから Jennings et al. (2001) の実証研究内容および結果の妥当性を検討することである。そして、妥当性を検討した結果、果たして Jennings et al. (2001) は基準設定にあたって参考にするに足る研究であったのかを考察することが目的となる。

以下、のれんの償却に関する実証的検討を進めていくことにする。

3.1 先行研究のレビュー

本節では、のれんに関する先行研究のうち、特に実証的な手法を用いて分析された

ものについてレビューする。

議論を進めるにあたっては、『討議資料「財務会計の概念フレームワーク」』における会計情報の質的特性を参考にすることとする。当該討議資料では、意思決定有用性を支える特性として「意思決定との関連性」および「信頼性」を並立させるスタンスが採用されている¹⁰。ここで、意思決定との関連性とは「会計情報が将来の投資の成果についての予測に関連する内容を含んでおり、企業価値の推定を通じた投資家による意思決定に積極的な影響を与えて貢献すること」であり、信頼性とは「会計情報が信頼に足る情報であること」を指している。これら 2 つの特性と実証会計学との接点について考えてみると、前者については、のれん償却費控除前利益 vs. のれん償却費控除後利益の有用性比較等の価値関連性（value relevance）やのれん減損損失計上のニュースに対するイベント・スタディに関する研究が、また後者については、のれんの減損処理を用いたビッグバスや利益平準化の問題等の経営者の利益操作（earnings management）に関する研究が主軸となるといえそうである。以下、のれんに関する実証研究を「意思決定との関連性」に関連するものと「信頼性」に関するものとは分類して整理し、そのうち本研究と関連性の高い価値関連性研究についてより具体的に観察していくことにする。

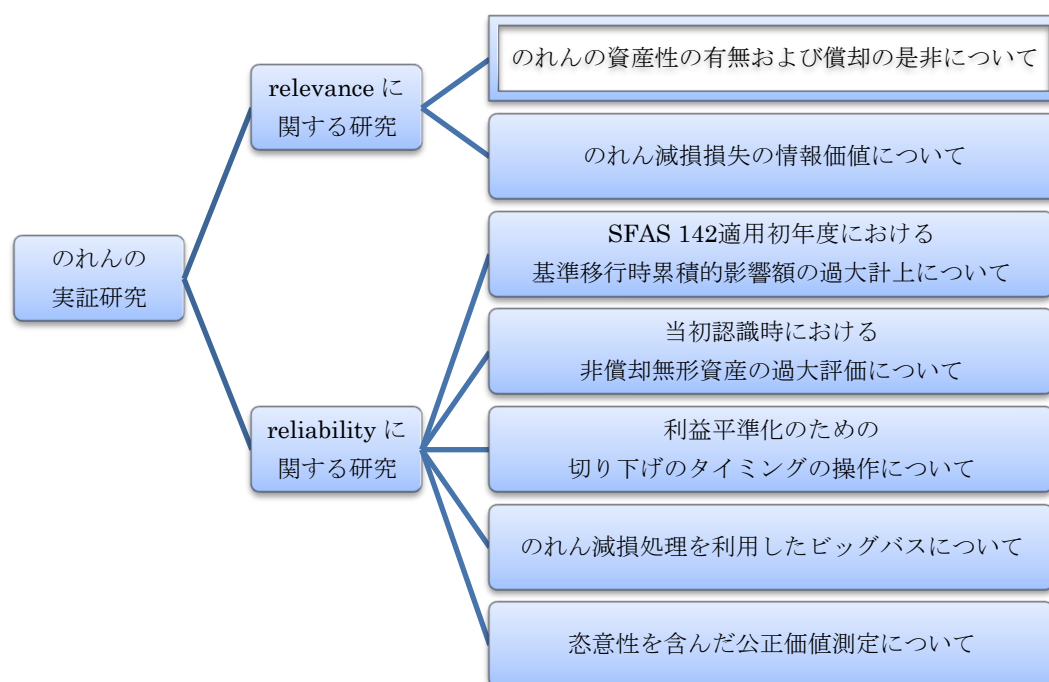
3.1.1 先行研究の体系

のれんに関する実証研究は、以下に示す図表 3 のように体系化することができる¹¹。

¹⁰ IASB と FASB の共同開発プロジェクトの成果として 2008 年 5 月に FASB から公表された公開草案 “Conceptual Framework for Financial Reporting : The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information” (FASB (2008)) では、会計情報が有用であるための主要な質的特性（fundamental qualitative characteristics）として、関連性（relevance）と忠実な表現（faithful representation）を挙げている。現行の “Statement of Financial Accounting Concepts No. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information” (FASB (1980)) では関連性（relevance）と信頼性（reliability）を挙げているが、公開草案の付録では、複数の意味に理解できてしまう “reliability” のミスリーディングを防ぐために「財務報告における経済的事象の忠実な描写」という意味での “faithful representation” に変更する旨の記述がある。

¹¹ これらの分類は互いに独立しているわけではなく多少重複する部分も見受けられる。例えば Bens et al. (2007) などは、本論文においては「恣意性を含んだ公正価値測定」に区分してレビューしているが「のれん減損損失の情報価値」についても考察されている。Ahmed and Guler (2007) は、SFAS 142 適用前後ののれん償却費と減損損失を比較した分析を行っている。また Cowan et al. (2006) や大日方・岡田 (2008) のように、利益平準化とビッグバスを同時に考察している論文も見受けられる。

図表 3：のれんに関する実証研究の体系



のれんに関する実証研究は「意思決定との関連性（relevance）」にかかわるものと「信頼性（reliability）」にかかわるものとに大別でき、さらに図表 3 のように細分化することができる。

まず、「意思決定との関連性」に関する研究についてである。当該研究は、のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非について分析したものと、のれんの減損損失の情報価値について分析したものの 2 つに分けられる。

のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非について分析したものについて、その大多数は価値関連性研究という手法で行われている¹²。基準設定における価値関

¹² 価値関連性研究は Beaver (1968) および Ball and Brown (1968) に端を発する研究であり、Barth (2000) に拠れば「価値関連性がある (value-relevant) とは、会計数値が株価のような特定の価値の測定値と相関があることを意味」し、「もし関連性がなければ、株主価値 (equity value) と無関係である」と定義されている。また、Holthausen and Watts (2000) では「株式市場価値 (stock market values) もしくは価値の変化量と特定の会計数値の間の実証的な関係」を調査した論文のうち「少なくとも部分的に基準設定を目的として動機づけられたものを『価値関連性』論文 (“value-relevance” literature) と呼ぶ」とされ、薄井 (2005) には、1990 年初頭から現代までに公表された価値関連性に関する膨大な実証研究では「会計数値が株価 (あるいは株式リターン) と有意な関係であるならば、その会計数値は価値関連的であると主張する」という記述が見られる。太田 (2003) では、価値関連性についてまとめた記述があり「共通点は、対象の会計数値と何らかの市場価値の測定値との間の統

連性研究の有効性に対しては賛否両論あるものの、会計情報とマーケットを比較・観察するこの手法は、投資家の投資意思決定に資するという財務会計の第一義の目的に対する何らかの賛助にはなるであろうという判断から、有用であると考えられる。殊に、のれんに関する価値関連性研究では、のれんの簿価を説明変数として資産性の有無や他の資産との認識の違いを調査するものと、のれん償却費や減損損失を加減した段階利益を説明変数として両者を比較するものとに区分できる。代表的な海外の論文として、Jennings et al. (1996)、McCarthy and Schneider (1995)、Jennings et al. (2001)、Moehrle et al. (2001)、Ahmed and Guler (2007) および Chambers (2007) が、また日本市場を対象として行った研究として、永田 (2002) および山地 (2008) が挙げられる。具体的な内容については、3.1.2 で後述する。

のれんの減損損失の情報価値について分析したものについては、イベント・スタディの手法を採るものが多い。具体的には、のれんの減損に関するアナウンスメントを行った日をイベント・デイとし、前後のイベント・ウィンドウにおけるアブノーマル・リターン（異常収益率）を観察するというものである。主要な論文としては、Hirschey and Richardson (2002)、Hirschey and Richardson (2003) および Li et al. (2006) が挙げられ、いずれものれん切り下げのアナウンスメントは企業の株価に対してマイナスかつ重要な影響を及ぼすことが確認されている。また、Li et al. (2006) では、追加的な研究が行われ、ファイナンシャル・アナリストがのれん切り下げのアナウンスメントに基づいて彼らの予想を下方修正し、その下方修正はのれん切り下げの規模とプラスの相関にあることから、のれんの減損損失はのちの業績悪化に関する先行指標の役割を果たしている」と結論づけられている。

もう一方は、「信頼性」に関する研究である。当該研究は、利益操作（earnings management）と関連深く、さらに 5 つに大別することができる。

1 つ目は、SFAS 142 適用初年度における基準移行時累積的影響額の過大計上に関する研究である。Bens and Heltzer (2005) に拠れば、企業は将来の営業損失に備え、かつより保守的なバランスシートにするために、SFAS142 適用初年度に、基準移行時累積的影響額（a cumulative effect of an accounting change）として、まだ減損が生じていないのれんや無形資産の簿価を切り下げたという証拠が得られたとしている。

計的に有意な相関関係であるように思われる」と結論づけている。

また、Beatty and Weber (2005) では、確実な現時点ののれん減損損失を below-the-line すなわち基準移行時累積的影響額として非経常項目区分で処理するか、もしくは不確実な将来の減損損失を above-the-line すなわち継続事業損益に含めて処理するかというトレード・オフ関係に焦点を当て¹³、この会計選択をする際に企業が直面する経済的なインセンティブを調査した結果、企業のアセットプライシングが above-the-line と below-the-line の会計処理の選好に影響を及ぼすことや、負債契約・賞与・任期・上場廃止等のインセンティブが費用認識を加速させるか遅らせるかの決定に影響を及ぼすと述べられている。この分野の他の論文としては、Jordan et al. (2007) が挙げられる。

2 つ目は、当初認識時における非償却無形資産、すなわちのれんおよび耐用年数を確定できない無形資産 (goodwill and indefinite-life intangible assets) の過大評価に関する研究である。Zhang and Zhang (2007) に拠れば、経営者は SFAS 142 適用後の無形資産の償却費負担を減らすために、非償却であるのれんを過大評価している証拠が得られたという。同様の結果は、Shalev (2007) でも得られている。

3 つ目は、利益平準化を目的としたのれんの切り下げ (goodwill write-offs) のタイミングの操作に関する研究である。Henning et al. (2004) では、米国企業がのれんの切り下げ額を操作している証拠や英国企業が再評価額を操作しているという事実は観察されなかったものの、米国企業がのれんの切り下げを遅らせているという証拠や英国企業が戦略的にのれんの再評価のタイミングを選択しているという証拠が得られたとされている。

4 つ目は、のれん減損処理を利用したビッグバス¹⁴に関する研究である。Sevin and Schroeder (2005) では、FASB (2001b) の採用は企業に利益操作を行う余地を与え、小規模な企業ほどビッグバスを行っている可能性が高いと考察されている。また、大日方・岡田 (2008) に拠れば、営業業績が悪化した会計年度に減損損失が加速的に計上される傾向にあり、また減損損失を計上すると翌期の業績が改善していることが観

¹³ below-the-line と above-the-line の区別は、稼得利益 (earnings) に含めるか否かと説明することもできる。

¹⁴ 大日方・岡田 (2008) に拠れば、ビッグバスの定義としては「いかなる裁量 (増益操作) を用いても、利益目標を達成できないほど当期利益が低い場合に、収益を繰り延べたり費用を先取りしたりして、当期利益をさらに減少させること」というものが一般的であるとしている。本論文におけるビッグバスの定義はこれに従う。

察されたことから、企業はビッグバスを行っているとは結論づけられている。この分野の論文としては、他に、Jordan and Clark (2004) および Cowan et al. (2006) などが存在する。

5 つ目は、のれんの減損処理の際の恣意性を含んだ公正価値測定に関する研究である。Bens et al. (2007) に拠ると、情報の非対称性の高い企業においては、予期せぬのれんの切り下げに対する株式市場の有意なマイナスの反応が SFAS 142 適用後には観察されないことを理由に挙げ、公正価値での測定は信頼性を満たすことは困難であり、財務報告の情報価値を減らすとしている。この分野の他の主要な論文としては、Ramanna and Watts (2008) および Jarva (2008) が挙げられる。

以上、本節ではのれんに関する先行研究のうち、特に実証的な手法を用いて分析されたものについて整理してきた。ここで、価値関連性に関するいくつかの研究が SFAS 142 設定にあたって参考とされたことに鑑み、次節以降では「意思決定との関連性」に関する研究の中でも、特にのれんの資産性の有無およびのれん償却の是非について述べた論文¹⁵を具体的に取り上げ、実際に実証研究を行ってのれん償却の是非について考察していくことにする。

3.1.2 価値関連性に関する先行研究

本節では、「FASB (2001b) におけるのれんの償却の廃止は理に適っていることなのか」という本論文の目的に直接関係する、のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非について述べた先行研究について具体的に整理・分析を行う。

第 1 に、Jennings et al. (1996) では、のれんの将来に発現することが予想される経済的便益と取得対価として支払った支出との対応関係が、耐用年数に渡って続くといえるのであれば、のれんは資産として貸借対照表に計上されるべきであると主張されている。Jennings et al. (1996) では、投資家はのれんから得られると期待されるキャッシュ・フローの額や期間を、財務諸表等の利用可能な情報を用いて評価することが予想されるため、これらの評価は株価に反映されるとして、株価を被説明変数とし、のれん、有形固定資産¹⁶、その他の資産および負債の簿価を説明変数とした重回

¹⁵ 図表 3 の枠内の論点である。

¹⁶ 「のれんから生ずるキャッシュ・フローは、有形の減価償却資産から生ずるキャッシュ・フローと比べてより不確実であり、また、キャッシュ・フローが生成される期間の算定もより困難である」とす

帰モデルが考案されている。そして、取得後もののれんの簿価が将来キャッシュ・フローを反映することが予想されるならば、株価とのれん簿価との間には正の相関関係がある、すなわち説明変数であるのれんの回帰係数はプラスであると仮定されている。1982年から1988年にかけて、ニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所に上場していた企業をサンプルとして分析を行った結果、年ごとの回帰（rear-by-rear regression）では、観測した7年間すべてにおいて、推定されたのれんの回帰係数は、有意にプラスであった¹⁷。これを受け、Jennings et al. (1996) では、投資家はのれんを価値のある経済的便益として認識しているという結論が下されている。また、企業効果（separate intercepts for each firm）や年度効果（separate intercepts and slope coefficients for each year）を調整した固定効果モデルによる回帰（fixed effects regression）においても、同様の結果が得られた。

第2に、McCarthy and Schneider (1995) では、Ohlson (1995) および Faltham and Ohlson (1995) に依拠したモデル、すなわち、被説明変数に株式時価総額¹⁸を、説明変数にのれん、のれん以外の資産、負債、純利益をおいたモデルが設定された¹⁹。そして、のれんはマーケットから資産として認識されているのか（分析1）、およびのれんが資産として認識されていた場合に、のれんは他の資産と比較してどのように認識されているのか（分析2）について分析がなされている。分析1では、マーケットが報告されたのれん価額に価値をおいているのならば、のれんは企業の市場価値と有意にプラスの相関を持つはずであると仮定され、1988年から1992年にかけて米国市場に上場している企業をサンプルとして分析を行った結果、すべての観測期間において、推定されたのれんの回帰係数は有意にプラスであったという結論が示されている。この結果を受け、McCarthy and Schneider (1995) では、投資家は企業を評価する際に、資産としてのれんを認識していると結論づけられている。なお、この結果は、Jennings

る議論が頻繁にあるため、比較のために説明変数に有形固定資産を設定し、意図的にのれんと区別している。理論的には、のれんと比べて測定が困難ではない有形固定資産の方が、株価との相関は大きくなるはずである。固定効果モデルによる回帰では、有形固定資産の係数の方がのれんの係数よりも大きな値を示し、またt値についても有形固定資産の方が大きかった。

¹⁷ すべての対象期間において、のれんの回帰係数はゼロであるとする帰無仮説は、有意水準1%で棄却された。

¹⁸ 発行済み株式総数×期末株価で得られる。

¹⁹ McCarthy and Schneider (1995) は Jennings et al. (1996) より以前に発表されたことになっているが、Jennings et al. (1996) はすでに McCarthy and Schneider (1995) の発表以前に完成しており、McCarthy and Schneider (1995) は Jennings et al. (1996) を参考にして議論を展開している。

et al. (1996) と一致している。一方、分析 2 では、説明変数であるのれんとその他の資産の回帰係数を比較し、もし 2 つの回帰係数に有意な差が認められれば、マーケットはのれんをその他の資産とは異なるものとして認識しており、もし有意な差が認められなければ、マーケットはのれんをその他の資産と同類のものとして扱っているといえると仮定されている。分析 1 と同じサンプルを用いて分析を行った結果、すべての観測期間において、のれんの回帰係数の方がその他の資産の回帰係数よりも大きかったものの、5 観測期間のうちの 2 観測期間のみにしか有意な差は認められていない。このような結果について、McCarthy and Schneider (1995) では、保守的に、のれんはマーケットにその他の資産と同等なものとして認識されているとの結論を下している。

第 3 に、Jennings et al. (2001) では、2 つの分析を行っている。まず、のれんの規則的償却の廃止を受け、もしのれん償却費がノイズと認識されていたとしたら、基準の変更によって利益情報の有用性は増すはずであり、一方、償却がのれんの資産価値の減少を実際に表しているとしたら、基準の変更は投資家にとっての利益情報の有用性を減らすはずであると説いた。そして、被説明変数を株価とし、説明変数をのれん償却費控除前利益とした単回帰モデルの結果と、のれん償却費控除後利益とした単回帰モデルの結果とを比較した（分析 1）。1993 年から 1998 年にかけて、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所および NASDAQ に上場していた企業をサンプルとして分析を行った結果、すべての観測年度において、償却費控除前利益の回帰式の方が決定係数 $\overline{R^2}$ の数値が大きいことが判明した。また Young (1989) 検定でも、償却費控除前利益を説明変数とした回帰式の方が、統計的に有意な水準で、説明力が高いことが証明された²⁰。これらの結果は、のれん償却費控除前利益に基づいたデータの方が、のれん償却費を加味した利益に基づいたデータよりも、株価の要約指標として有用であることを意味している。また、同論文では、のれん償却費の情報価値の有無についても検証している。被説明変数に株価、説明変数にのれん償却費控除前利益およびのれん償却費をおいた重回帰モデルを設定し、もしのれん償却費の情報価値が高ければ、説明変数であるのれんの推定される回帰係数は有意にマイナスとなるはずであり、一方、のれん償却費が企業の業績と関連がなければ、のれんの推定される回帰係数は有意にゼロと異ならないはずであるという仮説のもと、同じサンプルを用いて

²⁰ 年ごとの回帰モデルだけでなく、固定効果モデルでも同様の結果が得られた。

分析を行った（分析 2）。その結果、すべての観測年度において、推定されたのれん償却費の回帰係数はプラスであり、かつ回帰係数はゼロと等しいという帰無仮説を棄却できなかった。その結果を踏まえ、のれん償却費には、株価を推定するのに有用な情報が含まれていないとの結論が下された。そして、Jennings et al. (2001) では、分析 1 と分析 2 の回帰の結果を比較することで、推定されたのれん償却費の回帰係数はプラスであり、かつのれん償却費控除前利益の方がのれん償却費控除後利益よりも説明力が高いという結果から、のれん償却費は報告利益の有用性を減少させるノイズであると判断されている。

第 4 に、Moehrle et al. (2001) では、のれんの規則的償却について、廃止への改定を支持している。Moehrle et al. (2001) では、被説明変数に調整済み株式リターン（market-adjusted stock returns）を、説明変数に t 期と $t-1$ 期ののれん償却費控除前利益・のれん償却費控除後利益²¹・営業活動によるキャッシュ・フローの各測定値をおいた重回帰モデルが設定され²²、各モデルの $\overline{R^2}$ を比較している。そして、Biddle et al. (1997) 等の先行研究の結果をもとに、のれん償却費控除後利益とのれん償却費控除前利益の情報価値は等しく、営業活動によるキャッシュ・フローの情報価値はそれらに劣るという仮説を立てた。まず、S&P1500 銘柄の中でのれん償却費を計上している全ての企業を対象に重回帰分析および各モデルの $\overline{R^2}$ に対する Young (1989) 検定を行った結果、のれん償却費控除後利益とのれん償却費控除前利益の情報価値に統計的に有意な違いは見られず、またのれん償却費控除後利益とのれん償却費控除前利益の情報価値は営業活動によるキャッシュ・フローの情報価値よりも明らかに高いという結果が得られた（分析 1）。また、のれん償却費が大きい場合、のれん償却費控除後利益に比べてのれん償却費控除前利益の測定値の方がより情報価値が高くなるのではないかという疑問から、のれん償却費をのれん償却費控除後利益の 10%以上計上している企業を対象に分析を行った。その結果、分析 1 と同様の関係性が導き出され、Moehrle et al. (2001) では、のれん償却費の大きさにかかわらず、のれん償却費控除後利益とのれん償却費控除前利益の情報価値は同等であると結論づけられた（分析 2）。さらに、Moehrle et al. (2001) では、America Online や Yahoo!、eBay といったイン

²¹ のれん償却費控除前利益・のれん償却費控除後利益ともに、異常損益項目を除外した利益（accounting earnings before extraordinary items）を用いている。

²² 当モデル（one-lag model）は Biddle et al. (1997) に依拠したモデルである。

ターネット関連企業に対しての分析が行われた。インターネット関連企業はとりわけ総資産に占めるのれん資産の比率が大きいため、のれん償却を加味した EPS よりものれん償却費控除前利益を用いた EPS の方が企業実態をよく表していると言われることがあり、中には自主的にのれん償却費控除前利益やそれを用いた EPS を開示している企業も多いからである。分析の結果、営業活動によるキャッシュ・フローの情報価値がいちばん高く、次いで、のれん償却費控除前利益、のれん償却費控除後利益の順に情報価値が高かった²³（分析 3）。そして、Moehrle et al. (2001) では、これら 3 つの分析を終えて、のれん償却費の大きさにかかわらずのれん償却費控除後利益とのれん償却費控除前利益の情報価値は同等であった点やインターネット関連では営業活動によるキャッシュ・フローの情報価値がいちばん高かった点などから、のれんを非償却とした FASB (2001b) への改定が支持されている。

第 5 に、Ahmed and Guler (2007) では、FASB (2001b) はのれんの切り下げおよびのれんの残高の信頼性を高めたと主張されている。Ahmed and Guler (2007) ではまず、1999 年から 2004 年のデータをサンプルに用い、のれんの切り下げと株価リターンの相関についての分析が行われた。被説明変数に株価リターンを、説明変数にのれん減損損失、のれん残高の変動額、異常項目・のれん償却費考慮前利益および SFAS 142 適用前後を区別するダミー変数をおいて重回帰分析を行った結果、SFAS 142 適用後ののれん減損損失にかかる回帰係数の方が適用前の回帰係数より有意に小さかったことから、SFAS 142 適用後の方がのれんの切り下げと株価リターンには強い相関があることを確認し、これはのれん切り下げの信頼性を改善することを目的とした FASB (2001b) の意図と整合的であるとした²⁴。次に、Ahmed and Guler (2007) では、のれんの残高と企業価値の相関についての分析が行われた。被説明変数に時価総額を、説明変数にのれん残高、異常項目考慮前利益および SFAS 142 適用前後を区別するダミー変数をおいて重回帰分析が行われた結果、SFAS 142 適用後ののれん残高の方が企業価値との相関が高いことが確認された。

一方、Chambers (2007) では、FASB (2001b) による会計情報の有用性に対して、

²³ 3 つの測定値に統計的に有意な違いは見られなかったものの、分析 1 と 2 では営業活動によるキャッシュ・フローの情報価値は明らかに他の 2 つに劣るという結果が得られていたので、非常に興味深い結果である。

²⁴ 他の説明変数に SFAS 142 適用前後で有意な差異は見られなかった。

疑問が投げかけられている。Chambers (2007) では、規則的償却を廃止し年度ごとに減損テストを行うことで、価値関連性の高い財務報告が得られるとした FASB (2001b) の正当性について、検証が行われている。そして、被説明変数に株式時価総額を、説明変数に純資産簿価（のれん簿価を除く）、のれん簿価、のれん減損損失・償却費控除前継続利益、のれん減損損失、のれん償却費をおいた重回帰式を設定し²⁵、減損処理の有無、規則的償却の有無、耐用年数の違いによる影響を加味した 8 種類の考えうる会計処理方法²⁶についてそれぞれ分析を行い、比較・検討を行った。まず、8 種類の代替的な会計処理方法のそれぞれについて重回帰分析を行い、回帰係数の推定値および自由度修正済み決定係数 $\overline{R^2}$ を求めた。そして「FASB (2001b) に基づいて年度ごとの減損テストを採用した会計システムにより導き出された会計数値と、減損テストを採用していない会計システムにより導き出された会計数値とでは、株価との相関に統計的な違いはない」とする帰無仮説 H1 を立て、方法 1 と 8（非償却処理）、方法 2 と 5（10 年で規則的償却処理）、方法 3 と 6（20 年で規則的償却処理）、方法 4 と 7（40 年で規則的償却処理）について $\overline{R^2}$ を比較した結果、4 つすべての償却パターン別の比較において、FASB (2001b) に基づいた減損処理を加味した代替的会計処理方法の $\overline{R^2}$ の方が、統計的に有意に大きいことが認められ、帰無仮説 H1 は棄却された。また「規則的償却を採用した会計システムにより導き出された会計数値と、規則的償却を採用していない会計システムにより導き出された会計数値とでは、株価との相関に統計的な違いはない」とする帰無仮説 H2 を立て、減損処理を行うグループである方法 2 と 1、方法 3 と 1、方法 4 と 1 および、減損処理を行わないグループである方法 5 と 8、方法 6 と 8、方法 7 と 8 についてそれぞれ $\overline{R^2}$ を比較した結果、6 つすべての比較において、規則的償却処理を加味した代替的会計処理方法の $\overline{R^2}$ の方が、統計的に有意に大きいことが認められ、帰無仮説 H2 も棄却された。帰無仮説 H1 および H2 がともに棄却されたことを受けて、彼は、減損処理と規則的償却処理の両方を採用した会計システムにより導き出された会計数値が最も価値関連性が高くなると結論づけ、規則

²⁵ その他、説明変数として、のれん減損損失・償却費控除前利益がマイナスだった場合のダミー変数も入っているが、説明の簡素化のため、考慮に入れないこととする。

²⁶ 減損処理のみ（方法 1）、耐用年数をそれぞれ 10 年、20 年、40 年と設定した場合の規則的償却処理のみ（方法 2～4）、減損処理＋耐用年数をそれぞれ 10 年、20 年、40 年と設定した場合の規則的償却処理（方法 5～7）、取得原価のまま減損処理も規則的償却処理もしない（方法 8）の 8 種類に分類した。

的償却処理が採用された場合に価値関連性は低下するとした FASB (2001b) の正当性を部分的に否定した。

日本市場を対象とした、のれんの償却の是非に関する研究としては、永田 (2002) および山地 (2008) が知られている。

永田 (2002) では、Jennings et al. (1996) および Jennings et al. (2001) で用いられた回帰式にアレンジを加え、1997 年 3 月期から 1999 年 3 月期にかけて、のれんの資産性に関する研究 (分析 1) およびのれん償却費に対する市場の評価に関する研究 (分析 2) が行われている。分析 1 では、Jennings et al. (1996) と同様の回帰式を用いて分析した結果、推定されたのれんの回帰係数は有意にプラスとなり、日本市場においても投資家による企業価値評価に際してのれんは資産として評価されていると結論づけた (分析 1-1)。また、パラメーターに線形制約を設けた F 検定を行ったところ、のれん和其他の資産の回帰係数は等しいとする帰無仮説は有意水準 1% で棄却され、のれんは他の資産とは異なる評価を得ているという結論が得られた (分析 1-2)。これらの分析を受けて、永田 (2002) は「連結調整勘定が過剰に計上されている、もしくは過度に短期間に償却された結果として連結調整勘定計上額が僅少になっている」と解釈されており、この解釈は実務においてほとんどの場合が 5 年以内という短い期間でのれん償却がなされているという事実と整合的であると述べられている。続いて、分析 2 では、まず Jennings et al. (2001) の手法に従い、償却費控除前利益と償却費控除後利益のどちらの情報価値が高いかについて分析されている。その結果、償却費控除前利益を説明変数とした回帰式の決定係数がわずかながら高いことが判明し、償却費控除前利益の方が株価に対する説明力が若干大きいという証拠が得られた (分析 2-1)。次に、被説明変数に株価の年次リターンを、説明変数にのれん償却費控除前利益およびのれん償却額をおいて、のれん償却費の情報価値の有無について調査した。のれん償却額が費用として市場に評価されているならばのれん償却額の回帰係数は有意にマイナスの値をとるはずであり、逆にのれん償却費控除前利益の方が株価リターンとより強い関連があるならば、のれん償却費控除前利益が高い情報価値を示す一方で、のれん償却額の回帰係数は有意な値をとらないだろうと予想し分析を行った結果、のれん償却額の回帰係数の符号の正負は不安定であり、かつ有意水準で棄却できなかった (分析 2-2)。そこで追加的な分析として、被説明変数を株価、説明変数を償却費控除後利益とのれん償却額とおいた回帰式を用いて分析した結果、のれん償却額の回

帰係数は有意にプラスという結論が得られた。これらの結果を総合し、のれん償却費は償却費控除後利益に対して追加的な説明力を有していると結論づけた（分析 2-3）。これらの一連の分析を終えて、永田（2002）では、「証券市場では連結調整勘定の償却費控除前利益が重視されており、それは連結調整勘定の過度の償却によって当期利益の有用性が損なわれていることを意味している」との結論が下されている。

それに対し、山地（2008）では、McCarthy and Schneider (1995) および Jennings et al. (2001) で用いられた回帰式にアレンジを加え、2002 年 3 月期から 2005 年 3 月期にかけて、のれんの資産性に関する研究（分析 1）、およびのれん償却費に対する市場の評価に関する研究（分析 2）が行われている。分析 1 では、被説明変数に株価を、説明変数にのれんを除いた純資産、当期純利益およびのれんをおいた重回帰式を用いて分析を行った。その結果、のれんの回帰係数は有意にプラスの値をとり、のれんは、企業評価のプラス要因であることが確認された。この結論は、複数の先行研究と整合的である。分析 2 では、Jennings et al. (2001) に基づき同様の分析を行った結果、のれん償却費控除後利益を用いたモデルの説明力の方がのれん償却費控除前利益を用いたモデルの説明力よりも大きかったこと、および償却費控除前利益に対してのれん償却額が追加的な説明力を有しているという証拠が得られた。これら山地（2008）の結果は、Jennings et al. (2001) や永田（2002）の分析結果とは異なるものであり、日本市場においてはのれんの償却を行わない方法よりも償却を行う方法によって得られる会計情報の方が、価値関連性が高いと主張されている²⁷。

以上、のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非に関する先行研究についてまとめると、のれん償却費控除後利益の情報価値についてネガティブに捉える結論の研究が多くを占め、概ね FASB (2001b) への改定を支持していることが窺い知れる。図表 4 は、のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非に関する先行研究について、一覧表にしたものである。

²⁷ 山地（2008）には、同じ日本市場を対象とした永田（2002）の分析結果との差異に関する考察はなされていないが、対象としたサンプルの期間の違い（永田（2002）の場合 1997-1999、山地（2008）の場合 2002-2005）や回帰モデルの違い（被説明変数について、永田（2002）の場合株価リターンを用いているのに対し、山地（2008）の場合株価を用いている）があると考えられる。

図表 4：のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非に関する先行研究の一覧

論文	主な結論	のれん償却廃止の賛否
Jennings et al. (1996)	投資家はのれんを資産として認識している	—
McCarthy and Schneider (1995)	投資家はのれんを資産として認識している もの、他の資産との認識の違いは見られない	—
Jennings et al. (2001)	のれん償却費控除前利益の方がのれん償却費控除後利益よりも有用性が高く、かつのれん償却費に情報価値が見られなかったことから、のれん償却費は報告利益の有用性を減少させるノイズである	賛成
Moehrle et al. (2001)	サンプルに制限を与えなければ、情報価値の代償は、のれん償却費控除前利益 \geq のれん償却費控除後利益 $>$ 営業 CF である	賛成
Ahmed and Guler (2007)	SFAS 142 適用後ののれんの切り下げ額および残高の方が有用であり信頼性が高い	賛成
Chambers (2007)	減損処理と規則的償却処理の両方を採用した会計システムにより導き出された会計数値が最も価値関連性が高くなる	反対
永田 (2002)	のれんは資産として認識されている一方で他の資産とは異なる評価を受けており、かつのれん償却費控除前利益の方が情報価値が高い	賛成 ²⁸
山地 (2008)	投資家はのれんを資産として認識しており、またのれん償却費控除後利益の方が情報価値が高い	反対

²⁸ 実証結果を見る限りでは「SFAS142号で採用されたのれんの非償却法は投資家の視点と整合する」と述べているが、同時に連結原則の変更前のデータで行った研究であることから「分析結果は限定的に解釈する必要がある」と説明している。

3.1.3 Jennings et al. (2001) と永田 (2002) ・山地 (2008) の論点

本項では、Jennings et al. (2001) と永田 (2002) ・山地 (2008) の研究の精度や問題点について考察する。再調査の対象は、それぞれの研究のうち、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の有意性比較に関する研究（以下分析 1 とする）およびのれん償却費の情報価値に関する研究（以下分析 2 とする）である²⁹。

この 2 つの分析を再調査の対象として選択した理由は 2 点ある。それは (1) 永田 (2002) および山地 (2008) が回帰モデルの参考としている Jennings et al. (2001) は、基準設定の際ののれんの非償却の決定において、直接的な影響を与えたと言われていること、(2) 日本市場を対象にして実施した永田 (2002) と山地 (2008) の両論文の実証結果には分析 1 および分析 2 について大きな乖離があり、そのような乖離が生じた理由について、今一度考察する必要があることである。

なお、Jennings et al. (2001) 、永田 (2002) および山地 (2008) のサンプルや回帰モデル、研究結果についての比較は Appendix A にまとめたので参照されたい。

3.1.3.1 Jennings et al. (2001) の論点

まず、分析 1 および分析 2 を通して改善すべき点がある。それは規模効果 (scale effects) への対処がなされていないことである。規模効果とは、Barth and Kallapur (1996) に拠れば、サンプル企業の規模やサイズによってクロスセクショナルなリサーチ・デザインを用いた実証会計研究に共通して生じる計量経済学的な問題とされている。そして、Barth and Kallapur (1996) では、規模効果への対処法として「規模の代理変数 (scale proxy) によって回帰変数をデフレートすること³⁰や、規模の代理変数を独立変数として回帰式に含めること、さらに White (1980) の不均一分散一致標準誤差 (White's heteroscedasticity consistent standard error) 推定値を使うこと」

²⁹ 永田 (2002) と山地 (2008) では Jennings et al. (1996) の回帰モデルを参考にしたのれんの資産性に関する研究も行われているが、永田 (2002) 、山地 (2008) および Jennings et al. (1996) の三者とも同様の結果が得られたことから、本論文では再度研究する必要性が低いと判断し、専ら分析 1 および分析 2 のみを研究対象として取り上げることにした。

³⁰ デフレーターとしてどの規模の代理変数を用いるかには諸説ある。例えば Christie (1987) や Easton and Sommers (2003) では資本の時価総額 (“market value of equity” もしくは “market capitalization”) が適しているとされ、Barth and Kallapur (1996) は総資産・売上高・資本簿価・純利益・発行済み株式総数 (number of shares outstanding) ・1 株当たり株価をデフレーターの候補として挙げている。

が取り上げられている。また、リターンモデルを用いることで規模効果の影響を緩和することも可能である。

次にサンプルの採り方について、Jennings et al. (2001) では、継続事業による損益がマイナスのサンプルを除外して分析を行っている。これは意図的にサンプルを選択してしまっている点やサンプルサイズが減ってしまう点で、あまりいい方法とはいえない³¹。そこで本論文では、最終利益がプラス（当期純利益が計上されている）かマイナス（当期純損失が計上されている）かを判別するためのダミー変数を係数ダミーとして用い、そのような損失ダミーを加味する場合と加味しない場合とでその変化を調べることにする。

もう1つ、Jennings et al. (2001) の特徴と言うよりも、米国市場を対象にのれんの償却を扱っている実証研究全般の特徴として、のれん償却費の一括データを取得できないという問題がある。例えば、企業財務を集約するデータベースとして北米では最もオーソドックスである Standard & Poor's 社の COMPUSTAT database では、のれん償却費に関する個別のアイテムがなく、のれん償却費は“intangibles amortization”というアイテムに混同されてしまっている。そのアイテムにはのれん以外の無形資産の償却費も含有されているため、純粋な のれん償却費を入手するには各企業の財務諸表を1つ1つチェックするか、もしくは既知のデータ（例えば goodwill・intangible assets³²・intangibles amortization など）を用いてのれん償却費を推測するしかない。Jennings et al. (2001) では後者の方法を用いているが、その推定値の正確性には疑問が残る³³し、推定にあたってサンプルサイズも相当程度減少してしまっている。またこの件に関しては、別の視点からも批判することが可能である。それは、もしサンプルとされたのれん償却費の会計情報のうちの一部もしくは全部が、各社の財務諸表に個別に開示されていなかったのだとしたら、果たして価値関連性研究の対象としてふさわしいのかというリサーチ・デザイン全体の問題となる。どの程度の強度の効率的市場仮説を前提におくかの問題にもよるが、非常に難しい問

³¹ これらを例とするサンプル抽出に起因して生じるエラーを“sample selected bias”ということがある。

³² goodwill は intangible assets の内訳項目である。

³³ 例えば Jennings et al. (2001) ではのれん償却費の推定値の算定に際して「goodwill が intangible assets の 90%以上を占めている場合、のれん償却費は intangibles amortization にその占有率をかけて推定する」という前提をおいており、やはり実際ののれん償却費との誤差は生じてしまう。

題である。

3.1.3.2 永田(2002)の論点

まず分析1に関する改善すべき点が2点ある。それは不均一分散(heteroscedasticity)に対する配慮がなされていないことである³⁴。一方、誤差項が分散不均一である場合、Gauss-Markovの仮定を充足せず、通常の最小2乗推定量(OLS推定量)が最良線形不偏推定量(BLUE)とならないことが知られている³⁵。その結果、回帰係数の標準誤差を過小に推定してしまい、t値などが過大評価され、本当は有意でないものを有意とみなしてしまう危険性がある。不均一分散に対処する方法としては、加重最小二乗法(WLS)による推定やWhite(1980)のt検定による修正が知られているが、永田(2002)ではそのどちらも行われていない。

分析2については、リターンモデルで特にその影響が顕著に表れるとされている2つの問題が挙げられる。太田(2003)はリターンモデルを採用した場合の問題として、会計認識ラグ(accounting recognition lag)および一時利益(transitory earnings)を紹介している。会計認識ラグとは、「市場によって観察されそして当期リターンに反映されている価値関連性のある事象は、信頼性や保守主義といった会計原則により、同時期の当期利益に計上されていないかもしれない」といった問題であり、一時利益とは、「当期利益には、非正常項目、異常項目といった一時的な構成部分が含まれて」おり、当該部分は「永続するとは期待されないので、利益の永久的な構成部分よりも、リターンとの関係が弱い」といった問題である。会計認識ラグに対しては、変数の測定期間を1年よりも長くすること³⁶やアナリスト予想や経営者予想を変数に追加すること³⁷で改善しようとする試みがあるが、いずれも決定的な解決法には至っていない。また一時利益への対処法としては、経常利益等の利益指標を用いる方法があるが、会計認識ラグ同様、確立した方法は存在していない。永田(2002)では、これらの問題

³⁴ 規模に起因する不均一分散もあるため、規模効果と同時に論じられることが多いが、一般化のために敢えて分別して紹介する。

³⁵ 単回帰モデル $Y_t = \alpha + \beta X_t + u_t$ を考えた場合、誤差項が分散不均一である場合の $\hat{\beta}$ の正しい分散は $\text{var}(\hat{\beta}) = \sum_{t=1}^n x_t^2 \sigma_t^2 / (\sum_{t=1}^n x_t^2)^2$ で求められるのに対し、OLS推定では $\text{var}(\hat{\beta}) = \sigma_t^2 / \sum_{t=1}^n x_t^2$ と推定してしまう。

³⁶ 太田(2003)にはEaston et al. (1992)やWarfield and Wild (1992)、Kothari (2001)が例として挙げられている。

³⁷ 太田(2003)にはLiu and Thomas (2000)およびOta (2001)が例として挙げられている。

に対してまったく触れておらず、その点で（Jennings et al. (2001) では株価モデルを用いていたにもかかわらず）敢えてリターンモデルを選択した理由が書かれていないことは、重大なリサーチ・デザインの欠陥であるといわざるを得ない。もしも回帰モデルの右辺（ $a_4 + a_5 \frac{\text{EPSBG}_{it}}{P_{it-1}} + a_6 \frac{\text{GWA}_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$ ）がフロー情報であるために左辺もそれに合わせてリターンを用いたのなら、分析 1 でもリターンモデルを用いるべきである。

3.1.1.3 山地(2008)の論点

まず、分析 1 および分析 2 を通して、永田（2002）と同様に、規模効果および不均一分散への対処がなされていない点が挙げられる。そのため t 値や p 値が歪められ、有意性検定の結果も有効ではない可能性がある。

次に、サンプルの採り方について、対象市場にジャスダック、東証マザーズおよび大証ヘラクレスといった新興市場が含まれていることや、対象期間である 2002 年 3 月期から 2005 年 3 月期の 4 年間連続でのれん償却費を計上している企業に限定していること等に特徴がある。新興市場をサンプルに含めることの問題点については、新興市場は一般市場に比べ取引が活発であるといえず、値がつかなくなったり非連続であったりして株式の価格形成において難があるため、通常の実証分析においては対象外とすることが多い。また、サンプルを意図的に限定することの問題点に関しては、対象サンプルを統一することで時系列で見た場合の産業構成の変化に対処しようという山地（2008）における意図が窺い知れるが、結果サンプルサイズが大幅に減少しており³⁸、大数の法則によって結果の有効性が裏付けられている統計的分析においては（それでもなくても多いとはいえない）対象サンプルを安易に減らすことにはいささかの疑問を感じる。もしそのような理由でこのような特殊なサンプルの抽出方法を採用したのだとしたら、産業ダミーを使って産業効果を統計的に処理した方が、サンプルサイズを減らすことなく比較できるものと考えられる³⁹。

また、分析 1 においてのれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益をそれぞれ説明変数においた 2 つのモデルの説明力を比較するために Young (1989) 検定を行っているが、その有用性についてもここで考察しておくことにする。Vuong (1989) 検

³⁸ 税法との兼ね合いで、のれんの償却年数を 5 年に設定している企業の割合が高く、4 年間連続でのれん償却費を計上している企業は多くはない。のれんの償却年数については 4.3.2 を参照せよ。

³⁹ ただし本論文では、産業ダミーを用いた回帰はしていない。

定とは、Kullback-Leibler 情報量 (KLIC) を規準としそれを尤度比検定 (LR 検定) に応用した、競合するモデルが存在する際のモデル間の優劣を統計的に検定するモデル選択検定であり、最近の会計分野における実証研究においてはその使用の頻度が増えている。モデルの選択に関しては、決定係数 R^2 の比較や Mallows' (1973) C_p ・赤池情報量 (AIC)・Schwarz's Bayesian 情報量 (SBIC) などの情報量規準 (information criterion) の比較および Cox (1961) 検定や Davidson and MacKinnon (1981, 1993) の J 検定といった非入れ子型 (non-nested) モデルの仮説検定等が知られているが、それらと比較した場合の Vuong (1989) 検定の優位性として、太田・松尾 (2004) は次の 3 点を挙げている。まず 1 つ目に、決定係数 R^2 や情報量規準とは異なり Vuong (1989) 検定では統計的有意検定を行うことが可能なことである。また 2 つ目として、非入れ子型モデルにしか適用できない Cox (1961) 検定や Davidson and MacKinnon (1981, 1993) の J 検定と比べ、Vuong (1989) 検定は 2 つの競合するモデルが非入れ子型 (non-nested)、オーバーラップ型 (overlapping)、入れ子型 (nested) のいずれにおいても適用可能であり、かつ真のデータ生成過程が競合するモデルのどちらかに含まれているという前提がない分、他の有意性検定より一般化されているという長所がある。そして 3 つ目に、会計情報には相対情報内容 (relative information content)⁴⁰と増分情報内容 (incremental information content)⁴¹という 2 種類の情報内容があり、Davidson and MacKinnon (1981, 1993) の J 検定ではその構造上相対情報内容と増分情報内容を明確に区分し得ないのに対し、Vuong (1989) 検定ではその区分が明確である点が挙げられる。一方、Vuong (1989) 検定の短所として、著者自ら Vuong (1989) に注釈を設け、非入れ子型モデルの検定において、モデルのパラメーター数が無視されてしまうことを挙げている⁴²。これについて松尾 (2004) では、Vuong (1989) 検定は「2 系統の説明変数 (数は等しい) を持つモデル間の比較」といった問題で、いずれのモデルも真の分布を含むとは考えられない場面での利用が推奨される」と指摘されており、他の規準との使途に応じた使い分けが奨められている。さらに、松尾

⁴⁰ 相対情報内容とは、会計情報 X と会計情報 Y があった場合に、X と Y のどちらの会計情報の情報内容がより大きいかを検証するものである。

⁴¹ 増分情報内容とは、会計情報 X と会計情報 Y があった場合に、X を所与としたときに Y に (Y を所与としたときに X に) 追加的な情報内容があるかを検証するものである。

⁴² 例えば赤池情報量規準や Schwarz's Bayesian 情報量規準では、パラメーターを増やすことに対してペナルティを課している。

(2006) では、Vuong (1989) 検定を行う際の障害として、共通部分を有する 2 つのモデル間では尤度比検定統計量が重みつきカイ 2 乗和分布に従うために正確な棄却限界値が求められない点が指摘してされており、入れ子型モデルもしくはオーバーラップ型モデルの取り扱いに注意を促している。また Biddle et al. (1995) においても「Vuong (1989) 検定は、誤差項は独立で同一の分布に従う確率変数(iid; independent and identically distributed)であるという前提をおいているが、その前提は会計データに対してはしばしば成り立たない」という記述がみられる。以上の議論を踏まえると、限られた場面での Vuong (1989) 検定の優位性は確認できたものの、その有意性検定の精度について少なからず疑問が残る。とはいえ、モデル間の優劣を統計的に検定するモデル選択検定としてよりポピュラーな Davidson and MacKinnon (1981, 1993) の J 検定に拠っても、相対情報内容と増分情報内容の区分の問題は解消されない。そこで本論文では、モデル選択に際して有意性検定を行わずに決定係数 R^2 の比較にとどめ、結果の頑健性の確認のために AIC を付すことにする。

3.1.4 先行研究との違いとオリジナリティ

本項では、次節以降で行う独自の実証研究と、永田 (2002)・山地 (2008) および Jennings et al. (2001) との違いおよびオリジナリティについてまとめる。

まず先行研究と異なる点である⁴³。前項に挙げた先行研究の問題点をもとに (1) 規模効果に対処するために前期末株価をデフレーターとして使用すること、(2) 誤差項の不均一分散に対処するために有意性検定の際に White (1980) の t 検定を用いること、(3) サンプルの対象市場には流動性の低い新興市場を含めず、専ら東証 1 部・2 部上場企業のみを対象とすること、(4) サンプルの選択基準として分析期間中に少なくとも 1 期以上のれん償却費を計上していることを条件とすること、(5) 分析 1 について Vuong (1989) 検定の代わりに決定係数 R^2 と AIC の比較を行うこと (6) 分析 1・分析 2 ともに株価モデルを採用することの 6 点が挙げられる。

さらにそれらの他に、オリジナリティとして (7) 15 会計期間という長めの分析期間を設定すること (8) 被説明変数となる株価は決算日株価を用いること、(9) 報告利益のプラスとマイナスを区別するための損失ダミーを設定すること、(10) より理

⁴³ 3 つの先行研究のうち、どれか 1 つとでも異なる点があれば挙げることにする。

論的な裏付けを得るために説明変数に利益情報だけでなく純資産簿価情報も加えた Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) のモデルを用いることの4つを追加する。(7)については永田 (2002) と山地 (2008) の分析期間と重複させることで、それらの研究の妥当性を調査する目的である。また長いスパンの分析期間を採用することで、研究結果が分析期間の cherry picking ではないことを証明する目的でもある。

(8) について、多くの先行研究では決算日から数ヶ月後株価を用いていることが多いが⁴⁴、決算日の株価を積極的に用いている研究者も少なからず見受けられる⁴⁵。この件に対して、セミストロング型の市場の効率性を考えた場合、決算日から数ヶ月後の株価を用いると、ターゲットとしている会計数値以外からの情報⁴⁶も多量に株価に反映されてしまい、価値関連性研究の目的によっては適切ではないことがあるように感じられる。また、のれんの償却費は（期中の増加がない限り）每期定額であるためある程度予測が可能であり、決算日時点の株価にすでに織り込み済みだと考え、本研究では各期の決算日の権利落ち修正済み終値を用いることにする。(9) については Hayn (1995) に端を発する複数の先行研究⁴⁷でも実証されていることである。(10) については Ohlson (1995) 線形情報ダイナミクス (Ohlson's linear information dynamics) と残余利益評価モデル (residual income valuation model) を組み合わせた Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) のモデル⁴⁸に依拠したものである⁴⁹。

これら 10 点の先行研究との違いやオリジナリティは、のれんの償却に関する実証研究に十分に寄与するものと考えられる。

⁴⁴ ちなみに永田 (2002) は決算日から 2 ヶ月後の株価を、Jennings (2001) や山地 (2008) は決算日から 3 ヶ月後の株価を用いている。

⁴⁵ 例えば薄井 (2003)、薄井 (2005)、大日方 (2002)、大日方 (2006) 等が該当する。

⁴⁶ 例えばアナリスト予想や経営者予測、株主総会におけるニュースなどが挙げられる。

⁴⁷ 例えば Basu (1997) や Collins et al. (1999) がある。

⁴⁸ Ohlson (1995) 線形情報ダイナミクスと残余利益評価モデルの結合による Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) のモデルの導出、およびそこからの株価モデルやリターンモデルへの展開の詳細については、太田 (2003) を参照せよ。なお、Ohlson (1995) 線形情報ダイナミクスと残余利益評価モデルについては、3.3.3 の脚注に載せておいたので、そちらも併せて参照せよ。

⁴⁹ 説明変数に利益情報と純資産簿価情報の両方をおくべきか、それとも利益情報のみで足りるかにについては諸般ある。Ohlson (1995) や Feltham and Ohlson (1995) を前提に理論的に考えれば利益情報と純資産簿価情報の両方をおくべきであり、また薄井 (2003) においても説明変数に利益情報と純資産簿価情報の両方をおいた回帰モデルの方が利益情報だけの回帰モデルよりも株価に対して説明力が高いことが実証されている。一方、大日方 (2002) では赤字企業をコントロールした場合には利益情報のみの回帰モデルの方がより株価との価値関連性が高いことを述べ、その実証結果から「株価水準のバラツキを説明するうえで、純資産簿価情報は redundant であり、利益情報だけで十分であることを示唆している」と記述している。このように意見が対立しているため、本論文では利益情報のみのモデルと利益情報に純資産簿価情報を加えたモデルの 2 パターンに分けて研究することにする。

3.2 サンプルと記述統計量

本節では、次節以降の実証的検討で使用するサンプルや、各回帰モデルの変数の記述統計量について整理する。

3.2.1 サンプル

本論文では、2010 年 5 月末時点で日経 NEEDS-FAME および日経 NEEDS-FinancialQUEST 2.0 から財務データおよび株価データを入手可能な企業を対象としている。サンプルの選択基準は（1）東証 1 部・2 部上場企業であること（2）3 月末決算企業であること（3）決算月数が 12 ヶ月であること（4）銀行・証券・保険・その他金融⁵⁰を除くこと（5）分析期間中に少なくとも 1 期以上のれん償却費を計上していることの 5 点である。

サンプルサイズは、Appendix B ; Table B1 のようになっている。分析にあたっては、そこで用いられる各変数の平均から $\pm 3\sigma$ を超えるデータを外れ値とみなして除外している。そのため、主題や分析によってサンプルサイズが異なる可能性がある。

また、デフレーターは、前期末株価を使用している。被説明変数の株価は、各期決算日時点のものである。

3.2.2 記述統計量

主題・分析別の記述統計量は、Appendix B ; Table B2 の通りである。これらはすべて、1 株あたりの数値を前期末株価でデフレートした後の値をもとに算定している。

全体的にいえることは、株価 P の標準偏差 St. Dev が他の変数と比べて大きいことである。例えば、主題 1 分析 1 の 2004 年の株価 P の最大値 Maximum は目立って高い数値であり、標準偏差も大きい。2004 年 3 月期は 2002 年 2 月から始まった第 14 循環（俗にいういざなみ景気）の拡大期にあたり⁵¹、全体的に株価 P の数値が高かったため、特に異常値というわけではない。

また、1999 年 3 月期～2002 年 3 月期および 2009 年 3 月期において、EPS がマイ

⁵⁰ 日経業種コードの中分類において 0047（銀行）・0049（証券）・0051（保険）・0052（その他金融）を除外する。

⁵¹ 日経平均株価は 2003 年 4 月に底を打っている。

ナスとなっているのも景気の影響を受けた結果であり、そのトレンドは日経平均株価の推移と大よそ一致する。ただし、結果の解釈においては、その影響についても留意する必要がある。

3.3 分析手法

本節では、以下に記述する 3 つの主題について分析する。

3.3.1 主題 1：アンカーとなるモデルを用いた分析

主題 1 は、Jennings et al. (2001) や永田 (2002)・山地 (2008) で用いられているモデルと同様のモデルを用いて再調査を行うものである⁵²。サンプルの採取方法や統計的計算過程の違いから、必ずしもこれらの先行研究と単純比較をすることはできないが、先行研究で見受けられた過誤や懐疑点を修正して再調査を行ったため、より正確な分析結果となっているはずである。分析期間を 1995 年 3 月期～2009 年 3 月期までの直近 15 年間と設定したのは、永田 (2002) の分析期間 1997 年 3 月期～1999 年 3 月期および山地 (2008) の分析期間 2002 年 3 月期～2005 年 3 月期をカバーするためである。また比較的長いスパンを分析期間として設定することで、結果によっては株価と利益指標との単なる相関以上の関係性が見えてくるはずである。主題 1 で用いる回帰モデルは以下の通りである。

$$\text{〔分析 1〕} \quad P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPS}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{M1A})$$

$$P_{it} = \alpha_2 + \alpha_3 \text{EPSBG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{M1B})$$

$$\text{〔分析 2〕} \quad P_{it} = \alpha_4 + \alpha_5 \text{EPSBG}_{it} + \alpha_6 \text{GWA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{M2})$$

P_{it} : i 社の t 期末決算日時点の株価

EPS_{it} : i 社の t 期における 1 株当たり利益

EPSBG_{it} : i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費控除前利益

GWA_{it} : i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費

ε_{it} : 誤差項

⁵² ただし、永田 (2002) の分析 2 についてはリターンモデルではなく株価モデルを用いている。

ここで説明変数の EPS および EPSBG は純利益をもとに計算される。なお定数項を除く変数は前期末株価でデフレートされているが、視覚的な問題から上記の回帰モデルには反映していない。

3.3.1.1 分析 1 の仮説

〔主題 1 内部の相対情報内容の比較〕

分析 1 では、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の相対情報内容としての情報価値の大小に注目する。投資家がのれん償却費を控除した純利益（つまり当期純利益）の方が有用性が高いと認識して用いているならば（M1A）の方が自由度修正済み決定係数 $\overline{R^2}$ が大きくなり、投資家が企業価値の算定にあたってのれん償却費控除前利益を用いることが多いならば（M1B）の $\overline{R^2}$ の方が大きくなるはずである。より実務的に考えれば、現在の企業価値算定における主流は FCF や EBITDA をもとにしたバリュエーション・モデル⁵³であり、いずれものれん償却費は段階利益に足し戻されるため、のれん償却費控除前利益の方がより株価を説明していることが予想される。ここでの検証すべき仮説は次のようになる。

Hypothesis(1-1)：のれん償却費控除前利益 EPSBG の相対情報内容（(M1B) の $\overline{R^2}$ ）の方が、のれん償却費控除後利益の相対情報内容（(M1A) の $\overline{R^2}$ ）よりも大きい。

3.3.1.2 分析 2 の仮説

〔主題 1 内部の増分情報内容の調査〕

分析 2 では、のれん償却費に対する市場の認識について注目する。ここでは、回帰係数 α_6 の推定値の符号（の向き）が重要となる。投資家がのれん償却費を費用項目として捉えており、かつのれん償却費にのれん償却費控除前利益の価値関連性を改善さ

⁵³ ここでは「FCF = 税引後営業利益 + 償却費 - 設備投資 ± 運転資本増減額」を、また「EBITDA = 税引前利益 + 償却費 + 支払利息」を想定するものとする。

せる情報価値が含まれているならば、回帰係数 α_6 の推定値は統計的に有意にマイナスの値をとるはずである。一方、分析 1 の結果、投資家がのれん償却費控除前利益をより積極的に使用しているならば、のれん償却費の回帰係数 α_6 の推定値はゼロに等しい(つまり $\alpha_6=0$ を棄却できない) はずである。分析 1 の予想と整合的に考えるならば、のれん償却費の回帰係数 α_6 の推定値はゼロと等しくなると予想される。ここでの検証すべき仮説は次のようになる。

Hypothesis(1-2) : のれん償却費 GWA は増分情報内容をもつ。

3.3.2 主題 2 : アンカーとなるモデルに損失ダミーを加えた場合

主題 2 は、主題 1 の回帰モデルに損失ダミーを加えた場合に、主題 1 とどのような差異が生じるかを分析するものである。損失ダミーとは Hayn (1995) に端を発する係数ダミーの考え方であり、最終利益がプラス（黒字）である場合とマイナス（赤字）である場合とでは利益指標にかかる偏回帰係数の大きさが非対称であるとする。これは認知心理学や行動経済学（行動ファイナンス）の分野における Kahneman and Tversky (1979) のプロスペクト理論（prospect theory）⁵⁴や Campbell et al. (1996 ; pp.154-187) に紹介されている good news と bad news に対するイベント・スタディ⁵⁵、また Basu (1997) による保守主義に関する実証研究⁵⁶とも関連する考え方である。大日方 (2002) は利益と損失の非対称性について日本市場を対象に実証研究を行っており、損失を計上している赤字企業を損失ダミーを用いて黒字企業と分類することで、利益の価値関連性は向上することを確認している。またこれは、実務における企業価

⁵⁴ プロスペクト理論とは、期待効用理論（expected utility theory）の限界を市場参加者の心理的側面から説明するものであり、俊野 (2003) に拠ればその特徴として、(1) 基準値からの変化に基づいて効用を評価すること、(2) 利益よりも損失の方がウェイトが大きいこと、(3) 利益が生じているときにはリスク回避的だが、損失が生じたときにはリスク愛好的にあること、(4) 100%確実なことには特に高い価値を感じるものの 4 点が挙げられる。

⁵⁵ Campbell et al. (1996 ; pp.154-187) は、四半期の収益発表が市場に与える影響についてイベントスタディを行った。Campbell et al. (1996) では、Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S) の四半期予想に対して、予想よりも 2.5%以上高ければ good news、2.5%以上低ければ bad news と定義し、それぞれの news を公表した企業別に収益発表日をイベント・デイとして累積異常収益率(CAR)が調査されている。その結果 good news と bad news では CAR は非対称に動くことが観察された。

⁵⁶ Basu (1997) は、利益を株式リターンに回帰することで、会計利益は bad news を good news よりも素早く反映することを実証に検証し、この結果こそが保守主義を表していると解釈した。

値算定の際に、赤字企業に対しては異なった算定方法を用いる⁵⁷こととも整合する。
主題 2 で用いる回帰モデルは以下の通りである⁵⁸。

$$〔分析 1〕 \quad P_{it} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{it} + \beta_2 Dummy_L \times EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M3A)$$

$$P_{it} = \beta_3 + \beta_4 EPSBG_{it} + \beta_5 Dummy_L \times EPSBG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M3B)$$

$$〔分析 2〕 \quad P_{it} = \beta_6 + \beta_7 EPSBG_{it} + \beta_8 Dummy_L \times EPSBG_{it} + \beta_9 GWA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M4)$$

P_{it} : i 社の t 期末決算日時点の株価

EPS_{it} : i 社の t 期における 1 株当たり利益

$EPSBG_{it}$: i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費控除前利益

GWA_{it} : i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費

$Dummy_L$: 最終利益がプラスの場合を 0、マイナスの場合を 1 とする係数ダミー

ε_{it} : 誤差項

ここで説明変数の EPS および EPSBG は純利益をもとに計算される。また損失ダミー $Dummy_L$ の解釈について、ダミー変数はあくまで最終利益を基準としていることに注意する必要がある。(M3A) では EPS の符号に対してプラスであれば 0、マイナスであれば 1 というダミー変数が付されるが、一方で (M3B) では最終利益はマイナスであるにもかかわらずのれん償却費を足し戻したがために EPSBG はプラスとなっているサンプルも存在する。そこで損失ダミーの性質を考え、たとえ EPSBG がプラスであっても最終利益がマイナスであれば 1 というダミー変数を付すこととした。つまり、同一企業に対して (M3A) と (M3B) に付されるダミー変数 (0 か 1 か) は同じになる。なお定数項を除く変数は前期末株価でデフレートされているが、視覚的な問題から上記の回帰モデルには反映していない。

⁵⁷ 段階利益がマイナスであると、FCF や EBITDA がマイナスとなり、DCF 法やマルチプル法では、適正な価値を算定できないことがある。

⁵⁸ 分析 2 の損失ダミーについては、M3B との比較のために、EPSBG のみに係数ダミーとして付し GWA には損失ダミーは付さなかった。

3.3.2.1 分析 1 の仮説

〔主題 2 内部の相対情報内容の比較〕

分析 1 では、主題 1 同様、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の相対情報内容としての情報価値の大小が問題となる。主題 2 についても企業価値算定のテクニカルな点からのれん償却費控除前利益の $\overline{R^2}$ > のれん償却費控除後利益の $\overline{R^2}$ であることが予想される。

Hypothesis(2-1X) : のれん償却費控除前利益 EPSBG の相対情報内容 ((M3B) の $\overline{R^2}$) の方が、のれん償却費控除後利益の相対情報内容 ((M3A) の $\overline{R^2}$) よりも大きい。

〔主題 1 と主題 2 の相対情報内容の差異の比較〕

それに加え主題 2 では、損失ダミーを変数に加味した場合に、主題 1 の結果と比較して、各回帰モデルの自由度修正済み決定係数 $\overline{R^2}$ や AIC にどのような変化が見られるかが問題となる。仮に、投資家が黒字企業と赤字企業とを対称的に扱っていると仮定するならば、(M1A) と (M3A) の $\overline{R^2}$ および (M1B) と (M3B) の $\overline{R^2}$ に違いは見られないはずである。また、黒字企業と赤字企業の非線形性により注目するならば、 $|\beta_1| = |\beta_2|$ および $|\beta_4| = |\beta_5|$ は成り立たないはずである。

この件に関して、利益と損失の非線形性を主張する先行研究と整合的に考えれば、(M3A) と (M3B) の $\overline{R^2}$ は (M1A) と (M1B) の $\overline{R^2}$ に比べ向上し、かつ $|\beta_1| \neq |\beta_2|$ および $|\beta_4| \neq |\beta_5|$ であることが予想される。ここで検証すべき仮説は次のようになる。

Hypothesis(2-1Y) : 黒字企業と赤字企業とでは相対情報内容が異なる。

3.3.2.2 分析 2 の仮説

〔主題 2 内部の増分情報内容の調査〕

分析 2 では、損失ダミーを加味した場合に、回帰係数 β_9 の推定値の符号の向きにどのような傾向が見られるかが注目すべき点である。ここでは、主題 1 分析 2 と同様に、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値は、ゼロに等しいと予想される。検証すべき

仮説は以下のようになる。

Hypothesis(2-2X) : のれん償却費 GWA は増分情報内容をもつ。

〔主題 1 と主題 2 の増分情報内容の差異の比較〕

さらに、損失ダミーを加味したことによる、主題 1 分析 2 との結果の違いも検証課題となる。もし、主題 1 分析 2 の結果と比較してその傾向に変化が現れれば、黒字企業か赤字企業かの違いによって、投資家ののれん償却費に対する認識が異なっていることが分かる。ここでの仮説は以下のようになる。

Hypothesis(2-2Y) : 黒字企業と赤字企業では増分情報内容が異なる。

3.3.3 主題 3 : アンカーとなるモデルに純資産簿価情報を加えた場合

主題 3 は、株価と会計数値との相関で議論を終わらせるのではなく、より理論的な関係に基づいた分析をするために、Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) のモデルを用いて分析を行うものである。

まず Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) のモデルについて確認する。これは、配当割引モデル (DDM ; dividend discount model) にクリーン・サープラス関係を加味した残余利益評価モデル (residual income valuation model) ⁵⁹と、異常利益の持続性を仮定した Ohlson (1995) 線形情報ダイナミクス (Ohlson's LIM ; Ohlson's linear information dynamics) ⁶⁰を結合した企業評価モデルである。

⁵⁹ 残余利益評価モデルは、純資産簿価と異常利益の割引現在価値との関数で表される。 P_t を時点 t における企業価値、 b_t を時点 t における純資産簿価、 x_t を t 時点における当期利益、割引率を r とすると、残余利益評価モデルは以下のように表すことができる。

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[\frac{x_t - rb_{t-1}}{(1+r)^\tau} \right] = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[\frac{x_{t+\tau}^a}{(1+r)^\tau} \right]$$

上式の第 2 項は、のれんを表す。

⁶⁰ v_t を異常利益以外の他の情報、 ω を異常利益の持続性のパラメーターであり $0 \leq \omega < 1$ とし、 ε_t を誤差項とすると、Ohlson (1995) 線形情報ダイナミクスは以下のように表すことができる。

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{t+1}$$

これは「当期の異常利益を、前年度の異常利益の ω の割合に、もし会計がバイアスを持つならその他の情報の影響を加え、さらに不確実な影響を加えたものとしてモデル化」(Scott (2008) ; 太田・椎葉・西谷[訳] p.231) したものである。

主題 3 で用いる回帰モデルは以下の通りである。

$$〔分析 1〕 \quad P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BVE_{it} + \gamma_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M5A)$$

$$P_{it} = \gamma_3 + \gamma_4 BVE_{it} + \gamma_5 EPSBG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M5B)$$

$$〔分析 2〕 \quad P_{it} = \gamma_6 + \gamma_7 BVE_{it} + \gamma_8 EPSBG_{it} + \gamma_9 GWA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M6)$$

P_{it} : i 社の t 期末決算日時点の株価

BVE_{it} : i 社の t 期における 1 株当たり純資産簿価

EPS_{it} : i 社の t 期における 1 株当たり利益

$EPSBG_{it}$: i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費控除前利益

GWA_{it} : i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費

ε_{it} : 誤差項

ここで説明変数の EPS および EPSBG は純利益をもとに計算される。なお定数項を除く変数は前期末株価でデフレートされているが、視覚的な問題から上記の回帰モデルには反映していない。

3.3.3.1 分析 1 の検証

〔主題 3 内部の相対情報内容の比較〕

分析 1 では、主題 1 および主題 2 同様、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の相対情報内容としての情報価値の大小が問題となる。主題 3 についても、企業価値算定のテクニカルな面から、のれん償却費控除前利益の $\overline{R^2}$ > のれん償却費控除後利益の $\overline{R^2}$ であることが予想される。ここで検証すべき仮説は以下のようなになる。

Hypothesis(3-1X) : のれん償却費控除前利益 EPSBG の相対情報内容 ((M5B) の $\overline{R^2}$) の方が、のれん償却費控除後利益の相対情報内容 ((M5A) の $\overline{R^2}$) よりも大きい。

〔主題 1 と主題 3 の相対情報内容の差異の比較〕

それに加え主題 3 では、純資産簿価情報を変数に加えた場合に、主題 1 分析 1 の結

果と比較して、各回帰モデルの自由度修正済み決定係数 $\overline{R^2}$ や AIC にどのような変化が見られるかが検証課題となる。Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) のモデルに依拠しても主題 1 分析 1 と類似するトレンドが観察された場合、そのトレンドはより理論的な裏付けをもつものとなる。ここで検証すべき仮説は以下の通りである。

Hypothesis(3-1Y) : 純資産簿価情報を加味した場合と加味しない場合とでは
相対情報内容が異なる。

3.3.3.2 分析 2 の仮説

〔主題 3 内部の増分情報内容の調査〕

分析 2 では、純資産簿価情報を加えた場合に回帰係数 γ_9 の推定値の符号の向きにどのような傾向が見られるかが注目すべき点である。ここでも主題 1 分析 2 と同様に、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値は、ゼロに等しいと予想される。検証すべき仮説は以下のようになる。

Hypothesis(3-2X) : のれん償却費 GWA は増分情報内容をもつ。

〔主題 1 と主題 3 の増分情報内容の差異の比較〕

さらに、純資産簿価情報を加味したことによる、主題 1 分析 2 との結果の違いも検証課題となる。主題 1 で用いられたモデルよりも Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) に基づいたモデルの方が理論的背景がはっきりしているので、純資産簿価情報を加えた結果、主題 1 分析 2 の結果と比較してその傾向に変化があれば、主題 1 の結果は会計的な因果関係に欠けていることになる。ここで検証すべき仮説は以下のようになる。

Hypothesis(3-2Y) : 純資産簿価情報を加味した場合と加味しない場合とでは
増分情報内容が異なる。

3.4 検証結果とインプリケーション

本節では、前節の3つの主題におけるそれぞれの仮説に関して回帰分析を行い、その結果をまとめ、さらに結果に対して分析を行う。

3.4.1 主題1の検証

主題1では、永田（2002）・山地（2008）および Jennings et al. (2001) と同様の趣旨の分析を直近15年という長い分析期間を通して行った。

3.4.1.1 分析1の検証

分析1では、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の相対情報内容の有用性比較を行った。その結果を Appendix C ; Table C1 - Table C2 にまとめた。そして最も注目すべきは、Appendix C ; Figure C1 の (M1A) と (M1B) の自由度修正済み決定係数 $\overline{R^2}$ の比較である。

〔主題1内部の相対情報内容の比較の結果〕

Figure C1 に拠れば、予想通り (M1A) の $\overline{R^2} < (M1B)$ の $\overline{R^2}$ となったのは、分析期間15期間中、1999年3月期・2000年3月期・2007年3月期を除いた12期間であった⁶¹。これらの結果から、分析期間全体を通して (M1A) の $\overline{R^2} < (M1B)$ の $\overline{R^2}$ というトレンドが観察されたものといえる。

なお、分析1の結果は、のれん償却費控除前純利益の $\overline{R^2} > \text{のれん償却費控除後純利益の} \overline{R^2}$ というトレンドが観察された点で、永田（2002）および Jennings et al. (2001) と整合的であった。また、統計的有意にのれん償却費控除前純利益の $\overline{R^2} < \text{のれん償却費控除後純利益の} \overline{R^2}$ という結果が示された山地（2008）とは、正反対の結果となった。

永田（2002）の分析期間である1997年3月期～1999年3月期に限定するならば、(M1A) の $\overline{R^2} > (M1B)$ の $\overline{R^2}$ となった1999年3月期以外の2年間は、(M1A) の $\overline{R^2} < (M1B)$ の $\overline{R^2}$ という傾向が見られた点で、整合的であった。一方、山地（2008）につい

⁶¹ (M1A) の $AIC > (M1B)$ の AIC となったのは、1999年3月期・2000年3月期・2001年3月期・2007年3月期を除いた15期間中11期間であったため、概ね $\overline{R^2}$ の比較の結果は支持される。なお、Appendix C ; Figure C1 に比較のために、 AIC についても表を載せたが、 $AICM1A$ と $AICM1B$ の差異がごくわずかであるため、折れ線グラフには表さなかった。

ては、その分析期間である 2002 年 3 月期～2005 年 3 月期の全ての期間において(M1A) の $\overline{R^2} < (M1B)$ の $\overline{R^2}$ という傾向が見られ、それは 4 期間を通して(M1A) の $\overline{R^2} > (M1B)$ の $\overline{R^2}$ という傾向が観察された山地 (2008) の結果とは、正反対の傾向を示した。

3. 4. 1. 2 分析 2 の検証

分析 2 では、のれん償却費の増分情報内容としての情報価値について分析した。その結果は Appendix C ; Table C3 である。

〔主題 1 内部の増分情報内容の調査の結果〕

予想と整合的に考えれば、のれん償却費 GWA にかかる偏回帰係数 a_6 の推定値はゼロに等しいと予測していたが、分析期間 15 期間中 6 期間において“ $a_6 = 0$ である”という仮説が棄却され、いずれも有意にプラスという結果が表れた⁶²。また a_6 の符号の向きがマイナスであったのは 3 期間にすぎず、いずれも統計的に有意な値ではなかった。これらの結果から、のれん償却費は株価とプラスの相関があるという傾向が観察され、(1) のれん償却費は投資家から費用項目とは認識されていないこと、(2) のれん償却費は企業価値の算定にあたって純利益に足し戻される場合が多いという理由だけでは説明できない、他の要因が存在することが判明した。

この結果は、分析期間である 4 期間すべての期間において、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値が有意にプラスであった山地 (2008) や、分析期間である 6 期間すべての期間において、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値がプラスであった Jennings et al. (2001) とはおおよそ整合的であった。また、永田 (2002) はリターンモデルを用いて回帰を行っているため単純比較はできないが、その結果は分析した 3 期間中 2 期間においてのれん償却費にかかる回帰係数の推定値がプラスであり、残る 1 期間は符号がマイナスかつ統計的に有意ではなかったことから考えると、永田 (2002) ともある程度整合的な結果が得られたといっていだろう。

分析 2 でも分析 1 同様各研究者の分析期間ごとに比較を行うと、2002 年 3 月期～2005 年 3 月期の全ての期間においてのれん償却費にかかる回帰係数の推定値がプラスであった山地 (2008) とは整合的であった一方、永田 (2002) の結果と整合的であ

⁶² 6 期間中、1%水準で有意だったのは 1 期間、5%水準で有意だったのは 3 期間、10%水準で有意だったのは 2 期間であった。

ったのは 1997 年 3 月期のみであった。

〔追加課題：(M1B) と (M2) の比較による増分情報内容の調査〕

ここで追加課題として、Figure C2 において、(M1B) と (M2) の情報価値を比較した。もし (M1B) の $\overline{R^2}$ よりも (M2) の $\overline{R^2}$ の方が大きいという傾向が観察されれば、のれん償却費はのれん償却費控除前利益に対して追加的な説明力を持つことになる。その結果は 15 期間中 10 期間において (M1B) の $\overline{R^2}$ よりも (M2) の $\overline{R^2}$ の方が大きかった⁶³。これは、期間によってはのれん償却費に追加的な説明力があることを示している。

先行研究の結果と比較した場合、4 期間すべてにおいて (M1B) の $\overline{R^2} < (M2)$ の $\overline{R^2}$ であった山地 (2008) ほどには、明確な結果は得られなかった。また、本論文では、モデル間の情報価値の差の検定をしていないため、2 つのモデルの $\overline{R^2}$ に統計的に有意な差がなかった (Vuong (1989) 検定の結果 6 期間すべてにおいて Z 値がゼロに等しかった) とする Jennings et al. (2001) の結果との整合的では不明である。永田 (2002) についても、回帰モデルが異なるため比較できなかった。

ところで、ここでひとつ疑問が生じる。なぜ、のれん償却費の回帰係数の推定値はプラスの値をとる傾向にあるのだろうか。3.3.1.2 でも述べたように、投資家がのれん償却費を費用項目として捉えていれば推定値の符号はマイナスになるはずであり、企業価値算定にあたってのれん償却費を純利益に足し戻しているのならば、のれん償却費控除前純利益の回帰係数の推定値は有意にプラスとなる一方、のれん償却費の回帰係数の推定値はゼロに等しいという結果になるはずである。にもかかわらず、12 期間においてプラスの値をとり、うち 6 期間において統計的に有意であったことを考えると、そのことが何を示唆しているのかについて考察する必要がある。ひとまずこの議論はここではおいておくとして、以下の 2 つの主題についてさらなる検証を行った上で、3.5 の追加的検証で詳しく考察することにする。

3.4.2 主題 2 の検証

主題 2 では、Hayn (1995) によって主張された利益と損失の非線形性に注目し、損失ダミーを回帰モデルに加えたことによる主題 1 との変化を調査するものである。

⁶³ AIC についても同様である。つまり、(M1B) の AIC よりも (M2) の AIC の方が小さいという傾向が観察されれば、のれん償却費はのれん償却費控除前利益に対して追加的な説明力を持つことになる。結果は、15 期間中 7 期間において (M1B) の AIC よりも (M2) の AIC の方が小さかった。

3.4.2.1 分析1の検証

分析1では、(M1A) および (M1B) の説明変数に、交差項として損失ダミーを加えた (M3A) および (M3B) の相対情報内容を比較した。その結果は Appendix C ; Table C4 - Table C5 であり、 $\overline{R^2}$ と AIC の比較については Appendix C ; Figure C3 にまとめた。

〔主題2内部の相対情報内容の比較の結果〕

まず、Hypothesis(2-1X) に関することである。Figure C3 に拠れば、ダミー変数を加味しても全体としては (M3A) の $\overline{R^2} < (M3B)$ の $\overline{R^2}$ という傾向は変わらないものの、若干その傾向が緩和されたことが分かる。具体的には 15 期間中 12 期間において (M1A) の $\overline{R^2} < (M1B)$ の $\overline{R^2}$ という結果となった検証1と比較して、15 期間中 10 期間において (M3A) の $\overline{R^2} < (M3B)$ の $\overline{R^2}$ という結果が得られた⁶⁴。(M3A) の $\overline{R^2} > (M3B)$ の $\overline{R^2}$ と変化した 2001 年 3 月期と 2003 年 3 月期については、損失ダミーを加えたことで検証1と比べて $\overline{R^2}$ は改善しており、のれん償却費控除前利益の方がのれん償却費控除後利益よりも情報価値が高いとする傾向は、損失ダミーを加えたことでわずかながら薄れたといっていいただろう。

〔主題1と主題2の相対情報内容の差異の比較の結果〕

2 つ目は Hypothesis(2-1Y) に関するものである。損失ダミーを加味することで、(M1A) より (M3A) の方が、また (M1B) より (M3B) の方が、大幅に $\overline{R^2}$ が改善した。具体的には、(M3A) および (M3B) とともに 15 期間中 13 期間において $\overline{R^2}$ の改善が観察された⁶⁵ (Figure C3 参照)。

また $|\beta_1|$ と $|\beta_2|$ および $|\beta_4|$ と $|\beta_5|$ の比較については、10 期間において $|\beta_1| > |\beta_2|$ 、 $|\beta_4| > |\beta_5|$ という傾向が見られた。これは Kahneman and Tversky (1979) のプロスペクト理論におけるウェイトや bad news の方が good news よりも適時性が高いとする Basu (1997) とは、相反する結果である。これはおそらく、企業価値評価の際の利

⁶⁴ AIC についても同様の傾向が観察された。つまり、(M1A) の $AIC > (M1B)$ の AIC という傾向は変わらずに (M3A) の $AIC > (M3B)$ の AIC という傾向が見られたものの、若干その傾向が緩和された。具体的には、15 期間中 11 期間において (M1A) の $AIC > (M1B)$ の AIC という結果となった検証1と比較して、15 期間中 10 期間において (M3A) の $AIC > (M3B)$ の AIC という結果が得られた。

⁶⁵ AIC についても同様の改善が観察された。具体的には、(M3A) では 15 期間中 13 期間、(M3B) では 11 期間において改善が観察された。

益の持続性（persistence）の問題であろう。すなわち、損失は一時的なものであり、利益よりも持続性が低いと投資家が見た場合、損失の方が株価との相関が低くなることは説明可能である。

3.4.2.2 分析2の検証

分析2では、(M2)の説明変数に交差項として損失ダミーを加えた(M4)の増分情報内容を調査した。その結果は Appendix C ; Table C6 である。

〔主題2内部の増分情報内容の調査の結果〕

まず、Hypothesis(2-2X) に関することである。Table C6 に拠ると、分析期間 15 期間中 4 期間において“ $a_6 = 0$ である”という仮説が棄却され、そのうち 3 期間において有意にプラスであった⁶⁶。また、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値がマイナスとなったのは 6 期間であり、うち 5 期間においては統計的に有意な値ではなかった。

〔主題1と主題2の増分情報内容の差異の比較〕

次に、Hypothesis(2-2Y) に関することである。 a_6 の符号の向きがマイナスであったのは主題1の倍に増えて 6 期間となったが、そのうち統計的に有意だったのは 1 期間だけだった。しかしそれと同時に、主題1では 6 期間あったプラスに有意な関係も主題2では 3 期間に半減しており、のれん償却費は株価とプラスの相関があるという傾向は観察されたものの、損失ダミーを回帰モデルに追加することでその傾向は緩和されることが判明した。

〔追加課題：(M3B) と (M4) の比較による増分情報内容の調査〕

主題2においても、追加課題として Figure C4 で (M3B) と (M4) の情報価値を比較した。その結果は、15 期間中 10 期間において (M3B) の $\overline{R^2}$ よりも (M4) の $\overline{R^2}$ の方が大きかった⁶⁷。これは、期間によってはのれん償却費に追加的な説明力があることを示している。AIC の比較の結果を加味すれば、主題1の追加課題の結果と比べて、のれん償却費ののれん償却費控除前利益に対する追加的な説明力は小さくなったともいえる。

⁶⁶ 4 期間中、1%水準で有意だったのは 1 期間、5%水準で有意だったのは 3 期間であった。

⁶⁷ AIC については、15 期間中 4 期間において (M3B) の AIC よりも (M4) の AIC の方が小さかった。

3.4.3 主題3の検証

主題3では Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) に基づいたモデルを用いて、より会計理論的な裏付けを導出し、主題1の結果と比較するものである。

3.4.3.1 分析1の検証

分析1では (M1A) および (M1B) の説明変数に純資産簿価情報を加えた (M5A) および (M5B) の相対情報内容を比較した。その結果は Appendix C ; Table C7・Table C8 であり、 $\overline{R^2}$ と AIC の比較については Appendix C ; Figure C5 にまとめた。

〔主題3内部の相対情報内容の比較の結果〕

まず、Hypothesis(3-1X) に関することである。純資産簿価情報を加味しても全体としては (M5A) の $\overline{R^2} < (M5B)$ の $\overline{R^2}$ という傾向が見られた。さらに主題2と同様、その傾向は主題1と比較した場合緩和してはいるものの、主題2ほどの緩和は観察されなかった。具体的には15期間中12期間において (M1A) の $\overline{R^2} < (M1B)$ の $\overline{R^2}$ という結果となった検証1と比較して、15期間中10期間において (M5A) の $\overline{R^2} < (M5B)$ の $\overline{R^2}$ という結果が得られた⁶⁸。

〔主題1と主題3の相対情報内容の差異の比較の結果〕

次に、Hypothesis(3-1Y) に関することである。回帰モデルに純資産簿価情報を加味したことで、損失ダミーを加えた主題2ほどではないが、(M1A) より (M5A) の方が、また (M1B) より (M5B) の方が $\overline{R^2}$ が改善した。具体的には、(M5A) と (M5B) とともに15期間中9期間において $\overline{R^2}$ の改善が観察された⁶⁹ (Figure C5 参照)。

3.4.3.2 分析2の検証

分析2では、(M2) の説明変数に純資産簿価情報を加えた (M6) の増分情報内容を調査した。その結果は Appendix C ; Table C9 である。

⁶⁸ AIC についても、(M1A) の $AIC > (M1B)$ の AIC という傾向は変わらずに、(M5A) の $AIC > (M5B)$ の AIC という傾向が見られた。ただし、 $\overline{R^2}$ の比較とは異なり、AIC の比較では、純資産簿価情報を加えても、当該傾向の緩和は観察されなかった。具体的には、主題1と同様に、15期間中11期間において (M5A) の $AIC > (M5B)$ の AIC という結果が得られた。

⁶⁹ AIC に関しては、(M5A) は15期間中10期間について、(M5B) は15期間中11期間において改善が観察された。

〔主題 3 内部の増分情報内容の調査の結果〕

まず、Hypothesis(3-2X) に関することである。Table C9 に拠ると、分析期間 15 期間中 4 期間において“ $a_6 = 0$ である”という仮説が棄却され、いずれの期間もプラスに有意な値であった⁷⁰。また、 a_6 がマイナスの値であったのは 3 期間にすぎず、いずれも統計的に有意ではなかった。

〔主題 1 と主題 3 の増分情報内容の差異の比較の結果〕

次に、Hypothesis(3-2Y) に関することである。 a_6 の符号の向きがマイナスであったのは主題 1 と同じ 3 期間となり、いずれも統計的に有意な値ではなかった。一方、プラスに有意な値をとったのは 4 期間であり、主題 1 では 6 期間であったことを踏まえると、純資産簿価情報を加えることでのれん償却費の（プラスの方向の）増分情報内容はわずかながら小さくなったといえる。これらの結果から、Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) に基づいたモデルを用いた場合でも、主題 1 と同様にのれん償却費は株価とプラスの相関があるという傾向に変わりはないと判断できる。これは、主題 1 の結果に対して、より理論的な裏付けを与えるものであり、主題 1 の結果が頑健であることを表している。

〔追加課題：(M5B) と (M6) の比較による増分情報内容の調査〕

主題 3 においても、追加課題として Figure C7 で (M5B) と (M6) の情報価値を比較した。その結果は 15 期間中 10 期間において (M5B) の $\overline{R^2}$ よりも (M6) の $\overline{R^2}$ の方が大きかった⁷¹。これは主題 1 の追加課題と同様の結論が得られたとっていいだろう。

3.4.4 主題 1－3 の検証結果のインプリケーション

主題 1 から主題 3 まで検証してみて、得られた結果は大きく 2 つある。

まず 1 つ目は、のれん償却費控除前利益の $\overline{R^2}$ の方がのれん償却費控除後利益の $\overline{R^2}$ よりも大きい傾向にあるということである。Appendix C ; Table C10 - Table C11 にもまとめたように、ダミー変数を加えた主題 2 や純資産簿価情報を加えた主題 3 でも同様の傾向が観察された。Jennings et al. (2001) ではこのような結果について「これらの結果は、のれん償却費控除前利益に関するデータは（のれん償却費を加味した）

⁷⁰ 4 期間中、5%水準で有意だったのは 1 期間、10%水準で有意だったのは 3 期間であった。

⁷¹ AIC については、15 期間中 7 期間において (M5B) の AIC よりも (M6) の AIC の方が小さかった。

報告利益に関するデータよりも、株式価値の要約指標（a summary indicator of share values）としてより有用であることを強く表している」と述べ、のれんの非償却を正当化しているが、これは仮説にも挙げたように、FCF や EBITDA を求める際にのれん償却費は段階利益に足し戻されるという企業価値評価のテクニカルな面を考えれば当然の結果であって、特に驚くべき結果ではない。まして、これだけの結果でのれんの非償却を正当化することは誤りである。

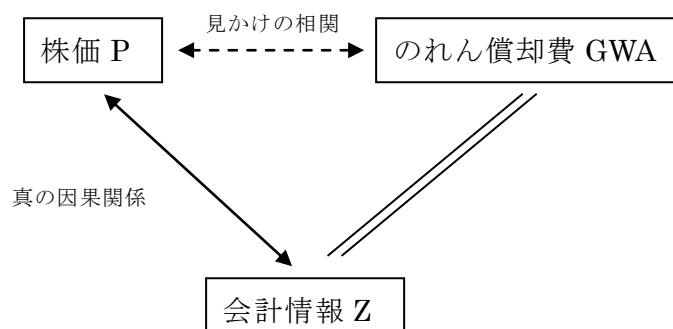
2 つ目は、3.4.1.2 でも述べたように、主題 1 において、のれん償却費は株価とプラスの相関があるという傾向が観察された。そして損失ダミーや純資産簿価情報を回帰式に加味した主題 2 や主題 3 でも同様の傾向が見られたことは Appendix C ; Table C12 から読み取れる。しかし、本来ののれん償却費は費用項目であるため、のれん償却費 GWA にかかる係数の推定値はマイナスになるはずである。また、投資家がのれん償却費を足し戻した数値に基づいて企業価値評価を行っていたとしても、のれん償却費 GWA にかかる係数の推定値はゼロに等しくなるはずであり、有意にプラスという結果は説明できない。Jennings et al. (2001) はこのような結果に対して「のれん償却費には株式価値を精査するために有用な情報は含まれていない」と述べており、M1B と M2 との比較で有意な差が見られなかったことから「のれん償却費はのれん償却費控除前利益と組み合わせたとき、利益の有用性を減少させるノイズとなる」と結論づけている。しかしこのような決断は時期尚早である。結論を出す前に、なぜ「のれん償却費にかかる回帰係数の推定値が（有意に）プラス」という傾向が見られたのかについて追加的な検証を行う必要があるだろう。

よく実証研究のリサーチ・デザインや結論に対して指摘される⁷²のが、単なる相関関係なのか、それとも因果関係を表しているのかといった問題である。Jennings et al. (2001) も単なる相関の比較で終わり、誤ったインプリケーションを与えている可能性がある。つまり、確かに株価 P とのれん償却費 GWA との間にはプラスの関係が観察されるものの、それは単なる相関にすぎず、本当は株価 P と会計情報 Z⁷³に関係があり、かつ会計情報 Z とのれん償却費 GWA に関係があるがために、見かけの相関になっている可能性があるということである。これを図で表すと、以下のようになる。

⁷² 例えば、辻山（2003）には「情報と意思決定の因果関係と、情報と意思決定の結果（たとえば株価）との相関関係は峻別されるべきものである」という指摘がみられる。

⁷³ 次節の追加的検討で後述するが、本論文では、のれん簿価変動額を会計情報 Z と想定している。

図表 5：見かけの相関と真の因果関係



この会計情報 Z を見出すことで、単なる相関関係は真の因果関係と呼ぶことが可能となり、結果によっては、Jennings et al. (2001) によるのれんの非償却を正当化する理由が否定されてしまう可能性すらある。

次節では、このような会計情報 Z について新たな仮説を立てることで、株価とのれん償却費にプラスの関係が生じた因果について、さらに深く考察していくことにする。

3.5 追加的検証

前節における 3 つの主題の検証の結果、「のれん償却費 GWA に関する回帰係数の推定値が（有意に）プラス」という傾向が統計上確認されたが、その原因について追究するのが本節の目的である。

3.5.1 新たな仮説

のれん償却費と株価にプラスの相関があるという結果に対し、以下の新たな仮説を考える。それは「のれん償却費とのれん簿価の変動額⁷⁴に負の相関があり、かつのれん簿価の変動額と株価に負の相関があれば、のれん償却費と株価に正の相関がある」と説明可能であるというものである。

⁷⁴ のれん簿価の変動額とは、期首ののれん簿価と期末ののれん簿価の差分（ $\Delta GW_t = GW_{t-1} - GW_t$ ）である。

まず「のれん償却費 GWA とのれん簿価の変動額 ΔGW に負の相関がある」という部分に関して、のれん簿価が償却により年々減額すると仮定すれば、のれん簿価の変動額はプラスとなり、のれん償却費とはプラスの相関を持つことになる。しかし、期中に $M\&A$ を行い新たなのれんが生じた場合、その計上額によってはのれん簿価の変動額がマイナスになる可能性がある。この影響が強い場合、のれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関があるという仮説が成り立つ可能性がある。

そして「のれん簿価の変動額 ΔGW と株価 P に負の相関がある」という部分に関しては、期中に $M\&A$ を行ったという事実に関して株価が反応しているのではないかとのことである。つまり、 $M\&A$ を行いのれん簿価の変動額がマイナスになった場合、株価と負の相関を持つ可能性がある。

これらの仮説を検証するために、次節以降で以下の分析を行う。

3.5.2 追加的検証の分析手法

本節では、前節の仮説を明らかにするための分析を行う。

なお、追加的検証ではのれん簿価の変動額を楔として扱うことになるが、主題 1 と同じサンプルを用いようとしても、日経 NEEDS-FAME からのれん簿価情報を取得できない場合があり、主題 1 とサンプルを完全に合わせることは不可能である。（のれんの償却費は取得できても）のれんの簿価を取得できない理由としては、次の 2 点のことが考えられる。1 つ目は、のれんの簿価については他の無形資産とまとめられて計上されているためにのれん（連結調整勘定）の個別データがない場合である。2 つ目は、即費用化（即時償却）されている場合である。日経 NEEDS-FAME では、いずれの場合でも、期首と期末ののれん簿価の値が N/A と表示されるため、そのようなサンプルは主題 1 で用いたサンプルから外すこととした。また、期首か期末ののれん簿価のいずれか一方は取得できるものの、もう一方は N/A となってしまう場合があるが、それは期中に初めてののれんを計上したために、もしくは期中にのれんの償却が完了したために N/A と表示されているものと仮定し、 $N/A=0$ としてのれんの変動額を計算した。

3.5.2.1 追加的検証 1 : (M1A)、(M1B) および (M2) の再調査

追加的検証 1 では、上述した理由で減少してしまったサンプルを対象に、主題 1 の

モデル (M1A) 、(M1B) および (M2) についてもう一度調査を行った。主題 1 で出た結果との差異は、企業によって重要性に乏しいと判断されたのれんやのれん償却費のサンプルが含まれているか否かである。モデルや仮説は主題 1 と同様なので、複雑性を回避するために敢えて省略する。詳細は 3.3.1 を参考にせよ。

3.5.2.2 追加的検証 2 : のれん償却費とのれん簿価変動額との相関

追加的検証 2 では「のれん償却費 GWA とのれん簿価の変動額 ΔGW に負の相関がある」という仮説について分析する。これは期中に M&A を行いのれん簿価が増加した場合を想定するものである。ここで用いられるモデルは以下になる。なお $GWA_{it} \cdot GW_{i,t-1} \cdot GW_{it}$ は t-1 期末株価でデフレートされているが、視覚的な問題から上記の回帰モデルには反映していない。

$$GWA_{it} = \delta_0 + \delta_1 \Delta GW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M7)$$

GWA_{it} : i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費

ΔGW_{it} : i 社の t 期におけるのれん簿価変動額

$$(\Delta GW_{it} = GW_{i,t-1} - GW_{it})$$

$GW_{i,t-1}$: i 社の t-1 期末におけるのれん簿価

GW_{it} : i 社の t 期末におけるのれん簿価

ε_{it} : 誤差項

ここでは「のれん償却費 GWA とのれん簿価の変動額 ΔGW に負の相関がある」に基づき、検証すべき仮説は以下になる。

Hypothesis(av-2) : のれん簿価変動額の回帰係数 δ_1 の推定値は統計的に有意にマイナスである。つまり $\delta_1 < 0$ 。

なおここで確認しておかなければならないことがある。それは、のれん簿価の変動額にはのれんの減損損失も加味されていることである。のれんの減損損失は日経 NEEDS-FAME では個別項目として存在しないため、その値を一括データとして

取得することができない。そのため、のれんの減損損失を考慮できない点が多少のノイズとして表れてしまう可能性を頭の片隅に入れておかなければならない⁷⁵。

3.5.2.3 追加的検証 3：のれん簿価変動額と株価との相関

追加的検証 3 では「のれん簿価の変動額 ΔGW と株価 P に負の相関がある」という仮説について分析する。これは期中に M&A を行ったという事実に対して株価が反応しているのではないかと考えるものである。ここで用いられるモデルは以下のようになる。なお $P_{it} \cdot GW_{i,t-1} \cdot GW_{it}$ は $t-1$ 期末株価でデフレートされているが、視覚的な問題から上記の回帰モデルには反映していない。

$$P_{it} = \delta_2 + \delta_3 \Delta GW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (M8)$$

P_{it} : i 社の t 期末決算日時点の株価

ΔGW_{it} : i 社の t 期におけるのれん簿価変動額
($\Delta GW_{it} = GW_{i,t-1} - GW_{it}$)

$GW_{i,t-1}$: i 社の $t-1$ 期末におけるのれん簿価

GW_{it} : i 社の t 期末におけるのれん簿価

ε_{it} : 誤差項

ここでは「のれん簿価の変動額 ΔGW と株価 P に負の相関がある」に基づき、検証すべき仮説は以下のようになる。

Hypothesis(av-3)：のれん簿価変動額の回帰係数 δ_3 の推定値は統計的に有意にマイナスである。つまり $\delta_3 < 0$ 。

⁷⁵ ただし、追加的検証 3 ではのれん減損損失を織り込んだ株価であるため、追加的検証 2 と追加的検証 3 との差異の一因はのれんの減損損失を加味しているか否かであると考えられる。

3.5.2.4 追加的検証 4 : $\Delta GW \geq 0$ のサンプルに対する (M2) の回帰

もしも追加的検証の仮説通りに「のれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関があり、かつのれん簿価の変動額と株価に負の相関があれば、のれん償却費と株価に正の相関がある」が成り立つとすれば、のれん簿価の変動額 ΔGW がゼロ以上のサンプルのみを抽出し (M2) の回帰分析をすれば、(M2) におけるのれん償却費 GWA の回帰係数の推定値は改善する、つまりプラスの影響が緩和される、もしくはマイナスの影響がより強くなるはずである。そのような影響が観察されれば、期中に行われた M&A によるのれん簿価の増加が、株価とのれん償却費の相関の要因であるということができる。

モデルは主題 1 と同様なので、繁雑性を回避するために敢えて省略する。詳細は 3.3.1 を参考にせよ。

また、ここで検証すべき仮説は以下のようになる。

Hypothesis(av-4) : のれん簿価の変動額 ΔGW がゼロ以上のサンプルのみを抽出し回帰を行うことで、のれん償却費 GWA の回帰係数の推定値 α_6 の値は改善する。

3.5.3 追加的検証の検証結果とインプリケーション

本節では、前節で挙げた仮説の検証を行う。

3.5.3.1 追加的検証 1 の検証

追加的検証 1 では、企業が重要性に乏しいと判断したのれん償却費のサンプルを除外して、主題 1 と同様の検証を行った。

まず、分析 1 についてである。その結果については Appendix D ; Table D1 - Table D2 および Appendix D ; Figure D1 にまとめた。分析 1 で注目すべきことは次の 2 点である。1 つ目は、(M1A) と (M1B) のどちらの自由度修正済み決定係数 $\overline{R^2}$ が高いかということである。Figure D1 に拠れば、15 期中 13 期においてのれん償却費控除前利益 > のれん償却費控除後利益という結果が得られた。2 つ目は主題 1 分析 1 の結果と比較した場合に、どのような結論が得られるかである。比較の結果、のれん償却

費控除前利益>のれん償却費控除後利益の傾向がより強まったといえる⁷⁶。

以上をまとめると、企業が重要性に乏しくない（重要である）と判断したのれん資産の償却費に関しては、より鮮明にのれん償却費控除前利益>のれん償却費控除後利益という傾向が見られた。

次に、分析 2 についてである。その結果については Table D3 にまとめた。分析 2 で注目すべきことは (M2) におけるのれん償却費 GWA の回帰係数の推定値 α_6 の符号の向きと、主題 1 分析 2 の結果との比較の 2 つである。それに拠れば、前者については、15 期中 2 期間のみにおいて α_6 の符号の向きがマイナスという結果が得られ、ともに統計的有意な値ではなかった。逆に α_6 の符号の向きがプラスであった 13 期間のうち 6 期間において、統計的有意な結果が得られた。後者については、主題 1 分析 2 の結果と比較して、のれん償却費 GWA の回帰係数の推定値 α_6 の符号の向きがプラスであるという傾向が強まったといえる⁷⁷。

以上をまとめると、企業が重要性に乏しくない（重要である）と判断したのれん資産の償却費に関しては、より株価とのれん償却費のプラスの相関が強まるということが分かった。

また、分析 1 と分析 2 を通して、のれん償却費控除後利益>のれん償却費控除前利益という結果が得られた 2006 年 3 月期と 2007 年 3 月期については、のれん償却費の回帰係数の推定値の符号がマイナスとなっていることが読み取れる (Table D7 参照)。これは、のれん償却費にマイナスの増分情報内容があった場合に、相対情報内容としてのれん償却費控除後利益の方が優れていることを表しており、分析 1 と分析 2 の結果は整合的であることが分かる。

3.5.3.2 追加的検証 2 の検証

追加的検証 2 では、のれん償却費とのれん簿価の変動額との相関について分析した。そこでは、期中の M&A によってのれん簿価が増加していれば、のれん償却費とのれん簿価の変動額との相関はマイナスになるはずであるというものであった。

⁷⁶ 主題 1 では 15 期間中 12 期間においてのれん償却費控除前利益>のれん償却費控除後利益という結果が得られた。詳細は 3.4.1.1 を見よ。

⁷⁷ 主題 1 では 15 期間中 3 期間において α_6 の符号の向きがマイナス(いずれも統計的有意な値ではない)という結果が得られ、 α_6 の符号の向きがプラスであった 12 期間のうち 6 期間において統計的有意に $\alpha_6 > 0$ という結果が得られた。詳細は 3.4.1.2 を見よ。

その結果は Appendix D ; Table D4 にまとめた。それに拠れば、15 期間中 7 期間においてのれん償却費とのれん簿価の変動額にマイナスの相関が見られ、うち 5 期間において統計的に有意な値であった。しかしここで予想外の結果が得られた。それは追加的検証 1 でのれん償却費 GWA の回帰係数の推定値 α_6 の符号の向きがマイナスであった 2 期間（2006 年 3 月期と 2007 年 3 月期）においても、統計的に有意にマイナスの相関が見られたことである。

これらの結果に関するインプリケーションについては、追加的検証 3 の結果を踏まえら上で 3.5.3.4 で考察することにする。

3.5.3.3 追加的検証 3 の検証

追加的検証 3 では、のれん簿価の変動額と株価との相関について分析した。そこでは、期中に M&A を実施したという事実が、株価にプラスの要因を与えているのではないかと考えるものであった。

その結果は Appendix D ; Table D5 にまとめた。それに拠れば、15 期間中 10 期間においてのれん簿価の変動額と株価に負の相関が観察され、うち 3 期間において統計的に有意な値であった。ここでも追加的検証 2 と同様に 2006 年 3 月期と 2007 年 3 月期について負の相関が見られた⁷⁸。

3.5.3.4 追加的検証 4 の検証

追加的検証 4 では、のれん簿価の変動額 ΔGW がゼロ以上となるサンプルのみを抽出して、(M2) と同様の回帰を行った。これは仮説の頑健性をテストするものである。

その結果は Appendix D ; Table D6 にまとめた。それに拠れば、追加的検証 1 の (M2) の回帰の結果と比較して、15 期間中 11 期間において α_6 の改善が観察された。具体的には、うち 9 期間において α_6 のプラスの影響が緩和され、2 期間において α_6 のマイナスの影響が強まった。

3.5.3.5 追加的検証 1-4 の検証結果のインプリケーション

追加的検証 1-4 の結果をまとめると、Appendix D ; Table D7 のようになる。これ

⁷⁸ うち 2006 年 3 月期の結果についてのみ、統計的に有意にマイナスであった。

らの結果を踏まえた上で考察を行う。

まず、1997年3月期・1998年3月期・2000年3月期について見ていただきたい。この3期間に関しては、追加的検証1でのれん償却費控除前利益>のれん償却費控除後利益、およびのれん償却費にかかる回帰係数の推定値の符号の向きがプラスという結果が得られ、追加的検証2ではのれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関が見られた。また追加的検証3においてものれん簿価の変動額と株価に負の相関が観察された。したがって「のれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関があり、かつのれん簿価の変動額と株価に負の相関が観察されたために、のれん償却費と株価に正の相関が生じた」という一往の説明はつく。追加的検証4でも、のれん償却費にかかる回帰係数の推定値は改善しており、のれん簿価の変動額が株価とのれん償却費にプラスの相関をもたらした一要因であると解釈することができる。

また、1996年3月期・2003年3月期・2005年3月期・2008年3月期・2009年3月期の5期間については、同様の結果が得られた。うち、2009年3月期を除いた4期間については、追加的検証2の結果が弱いプラスの相関かつ統計的に有意ではないため、のれん簿価の変動額が株価とのれん償却費にプラスの相関をもたらした一要因であると解釈することが可能である。2009年3月期については、追加的検証4で確かにのれん償却費にかかる回帰係数の推定値は改善しているものの、その改善幅は小さいことを踏まえると、のれん簿価の変動額が株価とのれん償却費にプラスの相関をもたらした要因であると考えすることは妥当ではない。

一方、1999年3月期に関しては、追加的検証4において α_6 のプラスの影響の改善が見られなかった。その理由は、追加的検証2と追加的検証3の負の相関が弱く、ともに統計的に有意でなかったために、このような結果が得られたものと考えられる。つまり、1999年3月期に関しては、のれん簿価の変動額は株価とのれん償却費にプラスの相関をもたらした要因であるとは捉えない方が妥当であろう。

解釈が難しいのは、1995年3月期・2001年3月期・2002年3月期の3期間についてである。それらに関しては、追加的検証1でのれん償却費控除前利益>のれん償却費控除後利益という結果が得られ、さらに追加的検証2ではのれん償却費とのれん簿価の変動額に正の相関が、また追加的検証3においてものれん簿価の変動額と株価に正の相関が観察された。この3期間に関しては「サンプル企業について期中にのれんがあまり発生しなかったためにのれん簿価の変動額はプラスとなり、のれん償却費

の自己金融機能によって M&A 以外の投資機会に対して投資を行ったために株価とも正の相関が見られた」とも考えられる。なお、2001 年 3 月期のみ、追加的検証 4 でのれん償却費にかかる回帰係数の推定値の改善が観察されたが、改善幅はわずかであるため、特に注目するには値しない。

最後に、2004 年 3 月期・2006 年 3 月期・2007 年 3 月期を見ていただきたい。2006 年 3 月期・2007 年 3 月期の 2 年間については、のれん償却費控除前利益<のれん償却費控除後利益という結果が得られたにもかかわらず、追加的検証 2 ではのれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関が、また追加的検証 3 ではのれん簿価の変動額と株価に負の相関が観察された。さらに追加的検証 4 ではのれん償却費にかかる回帰係数の推定値の値に改善が見られた。この 2 年間については仮説がまったく成立せず、のれん簿価の変動額とは別の要因によって、のれん償却費に係る回帰係数の推定値の向きが決まっていることを物語っている。2004 年 3 月期については、もはやのれん簿価の変動額を楔においたこの仮説では説明がつかない。唯一考えられるのは、追加的検証 2 と追加的検証 3 の違いであるのれんの減損損失を加味するか否かの差異がノイズとして結果に表れてしまった可能性くらいである。

これらの追加的検証からいえることは「のれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関があり、かつのれん簿価の変動額と株価に負の相関がある」という仮説は、追加的検証 4 で 15 期間中 11 期間においてのれん償却費にかかる回帰係数の推定値の改善が観察された（うち改善幅はわずかであった期間もある）ことを踏まえると、ある程度妥当な仮説であると考えることができる。しかし、当該仮説だけでは説明が困難な期間もあり、のれん簿価の変動額以外の要因も、株価とのれん償却費がプラスの相関をもった原因として大きいということである。15 年間ものサンプル期間を対象とすると景気の変動やマーケットのトレンドにも影響を受け、唯一無二の要因を確定することは非常に難しい。

3.6 小括

本節では、本章におけるのれんに関する実証的検討についてのまとめと今後の課題の提示、そして理論的検討への橋渡しとして価値関連性研究の基準設定への有用性の検討を行う。

3.6.1 実証的検討のまとめ

まず、3.1 では、先行研究のレビューを行った。そこでは、のれんに関する実証に関する先行研究を「意思決定との関連性（relevance）」に関わるものと「信頼性（reliability）」に関わるものとに大別してレビューし、さらに「意思決定との関連性（relevance）」に関する先行研究のうち、本論文に関係が深い「のれんの資産性の有無およびのれんの償却の是非」についてさらに詳しくレビューした。その結果、同じ日本市場を対象にした永田（2002）と山地（2008）の実証結果が正反対の結論に至っていることに注目し、2つの論文の分析期間を含んだ15期間という長い分析期間を通じて「のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益では、どちらが株価に対して説明力が大きいのか」と「のれん償却費は投資家から費用項目として認識されているのか」という2つの分析を行うことにした。

3.2 では、サンプルと記述統計量について述べ、3.3 では3つの主題および仮説について検討した。そして3.4 でそれらについて検証を行った。そこでは、永田（2002）と山地（2008）で用いられたアンカーとなるモデル（もとはJennings et al. (2001)で紹介されたモデル）を使って、丁寧に再調査を行い「のれん償却費控除前利益の方がのれん償却費控除後利益よりも株価に対する説明力が強い」ということおよび「のれん償却費は投資家から費用項目として認識されているとはいいい難い（株価とのれん償却費には正の相関がある）」という傾向を確認した。これらは損失ダミーを加味したモデルや純資産簿価情報を加味したモデルで同様の分析を行っても、これらの傾向に大きな違いは見られなかった。

このような結果を踏まえて行ったのが、3.5 における追加的検証である。そこでは「株価とのれん償却費には正の相関がある」という結果に対して、のれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関があり、かつのれん簿価の変動額と株価に負の相関があれば、のれん償却費と株価に正の相関が生じたと説明できるのではないかと仮説を立て、その検証を行った。しかしその結果は、部分的な説明力しか持たず、この仮説以外にも株価とのれん償却費の相関がプラスになった要因は存在することが考えられるものの、それが何かというところまでは解決できなかった。しかしこれは裏を返せば、のれん償却費控除前利益の方が情報価値が高く、株価とのれん償却費の相関がプラスになったという結果のみに鑑みて、のれん償却費をノイズと捉え、のれんは非償却とすべきだという議論にまで発展させるのは、時期尚早であるともいうことができる。

3. 6. 2 今後の実証的課題

本来、のれんの償却の是非を実証的側面から語るには、のれんの規則的償却＋減損処理法を採用していた基準下でののれん償却費（＋減損損失）控除後利益控除後利益と、のれんの非償却＋減損処理法を採用している基準下での減損損失控除後利益控除後利益を比較すべきである。この点については、大日方（2006）も「のれん（連結調整勘定）の非償却の正当性が、適切な減損処理によって支えられているとしたら、償却の是非あるいは有用性は、減損処理とあわせて検証されなければならない。アメリカ基準で参照されている（基準設定の根拠の1つとされている）いくつかの実証研究では、減損処理が無視されており、それらのリサーチ・デザインには重大な欠陥があるか、あるいは、それらの研究を参照したことが、そもそも誤りである。」と指摘している。また福井（2008；p.164）においても「現行基準の下での会計情報と株価の関連指標と、別の基準の下での会計情報と現行基準の下での株価の指標の比較によっては、有用性の比較はできない。我々がなすべきことは、現行基準の下での会計情報と株価の関連指標と、別の基準の下での会計情報と株価の指標の比較である。」という記述が見られる。米国では2001年6月を境にしてのれんの会計処理が変更となったため、理論的には上述の比較は可能であるが、データベース（ex. Standard & Poor's COMPUSTAT database）から個別ののれん償却費のデータが一括して入手できないといったサンプル抽出の困難性の問題から、なかなか検証しづらい状況にある。そのためJennings et al. (2001) およびそこから派生する実証研究は、あくまで理想的なリサーチ・デザインの二義的な位置づけであるにすぎないことを忘れてはならない。基準設定時におけるJennings et al. (2001) の扱いもそうあるべきであった。個人的には、サンプルの抽出等の問題はあるものの、ぜひのれんの規則的償却＋減損処理法を採用していた基準下でののれん償却費（＋減損損失）控除後利益控除後利益と、のれんの非償却＋減損処理法を採用している基準下での減損損失控除後利益控除後利益の比較によって、のれん償却の是非を正面から判断できるような研究にチャレンジしたいと考えており⁷⁹、それは今後の課題とする。

⁷⁹ 本文では米国市場における新旧基準の有用性比較の可能性について述べたが、例えば現行の日本基準と米国基準の有用性比較の可能性についても考えられる。しかし大日方（2002）は「株価との関連性によって測定される会計情報の **relevance** の程度は、そのときどきの経済環境（景気動向、技術進歩

ここまでは、リサーチ・デザイン全体に対する課題であったが、内容的な課題としては、のれん償却費と株価の相関がプラスとなった理由をさらに深く追究していきたいと考えている。おそらくこのような結果となった要因はいくつかあり、そのひとつが「のれん償却費とのれん簿価の変動額に負の相関があり、かつのれん簿価の変動額と株価に負の相関がある」というものであろう。他の要因としては、M&A のブームに関する要因 (ex.MBO や LBO、公開買付け) や M&A の性質による要因 (友好的買収か敵対的買収か)、また景気等の環境要因などが考えられる。これに関しても今後の実証課題とする。

3.6.3 実証研究の役割と限界

本項では、基準設定の際の価値関連性研究の役割とその限界について考察する。八重倉 (2007) は、実証研究の結論の妥当性 (validity) の問題に触れ「個別の研究の『結論』が一人歩きをして基準設定に誤った影響を及ぼす可能性を憂慮」している。さらに八重倉 (2007) では、妥当性を内的妥当性 (internal validity)⁸⁰と外的妥当性 (external validity)⁸¹に分類して研究の正しさを評価すべきとする Campbell and Stanley (1963) の議論が紹介されている。この考え方をもとに、のれんの非償却の選択に直接的な影響を及ぼしたとされる Jennings et al. (2001) や、同様のモデルを用いて日本市場を対象に分析を行った永田 (2002) および山地 (2008)、その他先行研究を再検討してみると、のれん償却費が株価とプラスの相関になった点に関して十分な追加的検証が行われていないことや (図表 10 にも見られるように) 研究者によって結果や主張が異なっていることは、内的妥当性の点からそれらの研究結果の精度には疑問が残る。そう考えると、特定の実証分析の結果のみを参考にして基準設定に生かしてしまった IASB や FASB の行為は cherry picking であったというしかない。

そもそも、八重倉 (2007) で指摘されているように、「会計基準が設定ないし改訂さ

の速度等)、会計規制の強度、会計基準の内容や質、個々の企業の競争力、経営戦略、財務戦略など、多種多様な要因に規定される。したがって、異なる時点や地域をとりあげて会計情報の **relevance** を比較するのには大きな障害がある。」と述べており、一筋縄に比較できるものではない。私見としては、同国内の比較の方が、そのような阻害要因に関するバイアスは少ないように思う。

⁸⁰ 八重倉 (2007) には「内的妥当性とは、個別の研究の結論であるとされる (と主張される) 因果関係が、その研究対象内において本当に存在していたかどうかを問うものである」と定義づけられている。

⁸¹ 八重倉 (2007) には「外的妥当性とは、個別の研究結果が、研究対象となった事象以外にもあてはまるかどうかを問うものである」と定義づけられている。

れた後に、これらの下位概念⁸²について検証を行うことは実証研究が最も貢献しうる局面」であり、会計基準を新設または改訂する以前は「まだ会計基準が実際に適用されていないために実証研究を行うことは極めて難しいし、限られたデータで無理な実証分析を行うことは誤った結論に結び付きかねないので避けるべき」である。そのため、どうしても基準設定に際して実証研究の内容を加味しなければならない場合には、十分にその内容の妥当性が検討されなければならないし、まず理論的に合理的な基準変更理由がありきで、実証研究から導き出された結果はそれを補完もしくは裏付けする以上の役割を持つべきではないのである。これが、基準設定および基準改定に際して、実証研究が果たす役割の限界でもある。

やはり、基準設定および基準改定において、理論的検討の成すべきところは非常に重大であり、理論的検討なしにのれんの償却の是非を語ることは不可能である。そこで4章ではのれんおよびその償却に関して理論的検討を行い、3章と4章の結果を総合的に判断した上で、のれんの償却の是非について考察することにする。

⁸² 「これらの下位概念」とは、会計情報の質的特性における意思決定有用性を支える2つの特性（意思決定との関連性・信頼性）と、それらの2つの特性をさらに下から支える5つの特性（情報価値の存在・情報ニーズの充足／表現の忠実性・検証可能性・中立性）を指している。

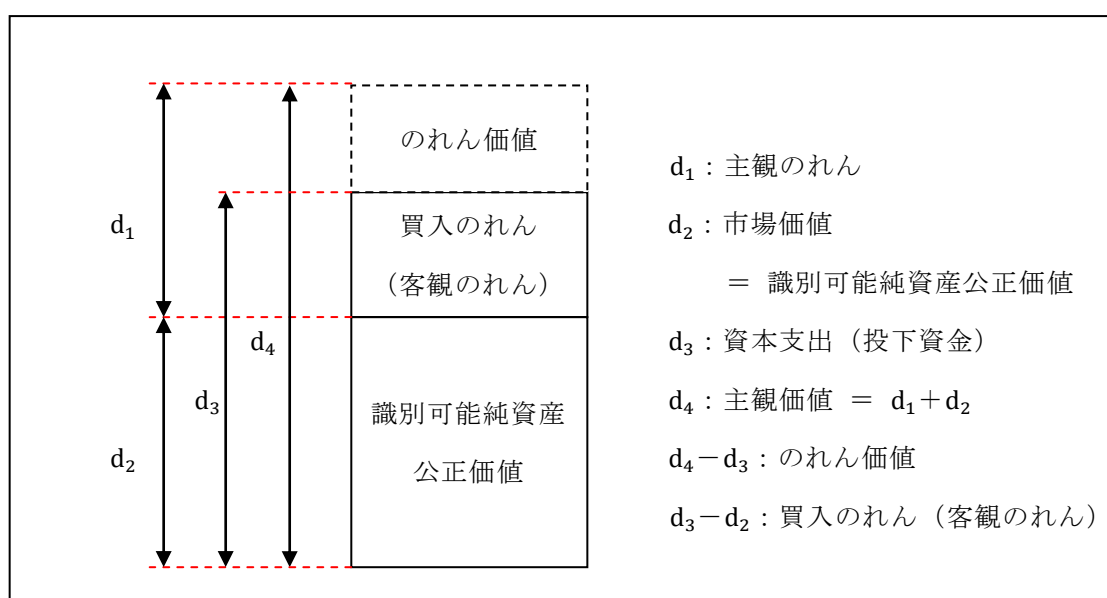
4. のれんの償却に関する理論的検討

本章では、3.6.3 の内容を受けて、理論的な観点からのれんについて考察する。まず資本財とのれんの価値減耗について観察することで、客観のれんはどのような性質を持った資産であるかについて考察する。そしてその結果を踏まえ、のれんの償却を批判する個別の論点について言及する。

4.1 資本財とのれんの価値減耗

本節では、資本財とのれんの価値減耗について、所得や利益の概念に絡めて考察していく。

図表 6：主観価値の要素の関係性



まず、以下の各項に移る前に、用語の定義の説明も兼ねて、企業結合における主観価値の要素の関係性を図表 6 でまとめる⁸³。なお、本節および次節では、用語の使い

⁸³ Edwards and Bell (1961) ののれんの概念に従ってまとめたものである。Edwards and Bell (1961; p.37) に拠れば「企業を全体として見た場合の市場価値が、個々の資産の市場価値をこえる額」を客観のれん (objective goodwill) と呼び「主観価値が個々の資産の市場価値をこえる額」を主観のれん

方が重要となるため、省略せずに図表の定義通りに用いることにする。本節および次節以外では、断りなく「のれん」といった場合には、通常「買入のれん（客観のれん）」を指すものとする。

では早速、資本財とのれんの価値減耗について、建物や機械等の償却性資産と土地等の非償却性資産、そしてそのどちらに属するとも言い難いレールや枕木等の取替資産に分類して考察を進めることにする。本節で注目すべきことは、資本財の価値が減価するか否かが必ずしも償却すべきか否かの判断基準にはならないということである。償却すべきか否かの直接的な判断材料になるのは収益費用の対応（matching）や原価配分（allocation）に拠るところが大きく、それには経済的耐用年数の問題が深くかかわっている。そして副次的な産物として価値の減価（資本財の価値の評価）の問題が生じる。そのことを以下で詳しく説明する。

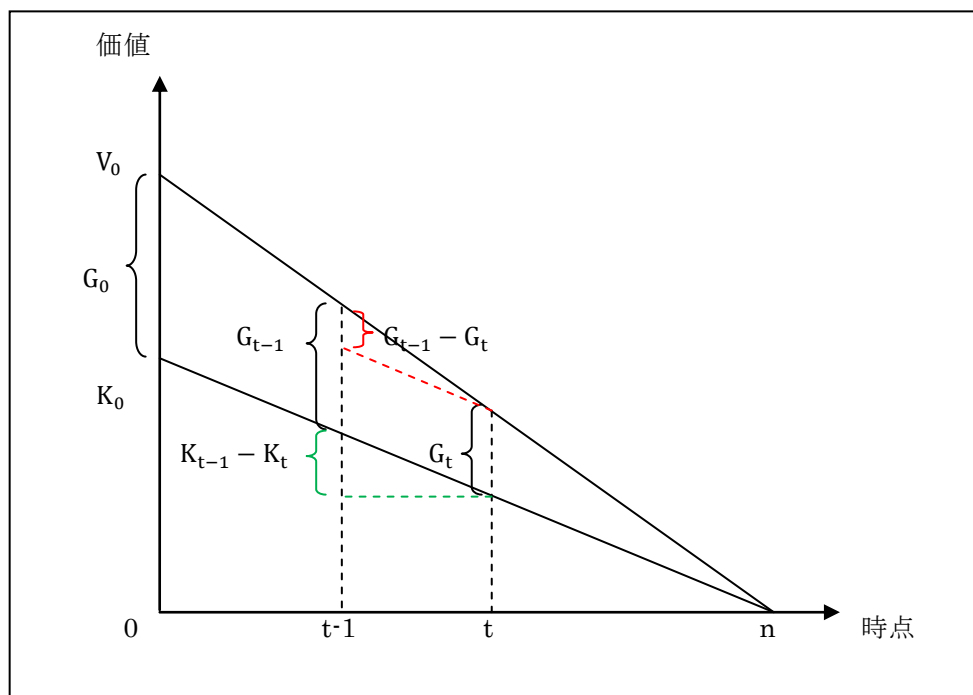
4.1.1 償却性資産とのれんの価値減耗

有限資産のみを保有するある企業があり、 n 期間の各期末に C_1, C_2, \dots, C_n の正味キャッシュ・フローが発生すると予想されているとする。割引率を r で一定とおくと、このとき 0 時点の資本財の主観価値 V_0 は正味キャッシュ・フローの割引現在価値合計、すなわち $\sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i}$ と表すことができる。このような主観価値をもつ資本財を資本支出 K_0 で取得したとすると、両者の差額 $V_0 - K_0$ はのれん価値 G_0 となる。この資本財を使用し生産活動を行った結果、1 期末には C_1 の正味キャッシュ・フローが生じ、1 期末時点での主観価値 V_1 は $\sum_{i=2}^n \frac{C_i}{(1+r)^{i-1}}$ となり、資本財価額（簿価または時価） K_1 との差額 $V_1 - K_1$ はのれん価値 G_1 と表される。この式を一般化すると、 t 期末には C_t の正味キャッシュ・フローが生じ、 t 時点での主観価値 V_t は $\sum_{i=t}^n \frac{C_i}{(1+r)^{i-t+1}}$ となり、資本財価額 K_t との差額 $V_t - K_t$ はのれん価値 G_t で表すことができる。また n 期末には主観価値 $V_n =$ 資本財価額 $K_n = 0$ となり、したがってのれん価値 $G_n = 0$ である。ここで、資本支出 K_0 を維持すべき資本とみた場合、資本財価額の変動 $K_{t-1} - K_t$ を正味キャッシュ・フロー C_t か

（subjective goodwill）と呼んでいる。そしてそれから導かれる条件のひとつとして「主観のれんは客観のれんより大でなければならない」ことを挙げている。また客観のれんについて、その範囲を市場平均の部分と考える方法と、より客観的な根拠に基づいて対価が支払われた部分を市場平均の部分とする方法が考えられるが、本論文では後者を想定している。なお前者を想定して考察しているものとして、山内（2010）がある。

ら回収しようとするので $C_t - (K_{t-1} - K_t)$ という利益 Π_t が認識されることになる⁸⁴。これが企業における利益であり、図で表すと以下の図表 7 のようになる。

図表 7：有限資産のみを保有する企業の価値減耗⁸⁵



出典：斎藤（2010；p.218）の図表に加筆・修正

図表 7 から明らかなように、償却性資産の価値減耗 $V_{t-1} - V_t$ は資本支出の期間配分（減価償却もしくは減損）である $K_{t-1} - K_t$ とのれん価値の減少分である $G_{t-1} - G_t$ とに分類できる。そしてのれん価値の t 期の減少額である $G_{t-1} - G_t$ のうち、事前の期待が事後の事実に変換された、つまり実現もしくは投資のリスクから解放された分だけキャッシュという有形財に姿を変えて認識されるのである⁸⁶。

ここで K_t の評価の問題が残る。図表 7 は実現収益に対して経済的耐用年数を通じた毎期定額の原価を対応（配分）させるという前提のもとで成立しており、その結果と

⁸⁴ 資本財の主観価値 V_0 を維持すべき資本とみた場合 $C_t - (V_{t-1} - V_t)$ という利益 Y_t が認識され、これはすなわち所有者の所得を表す。

⁸⁵ 以下は斎藤（2010；p.218）のグラフに付された注記である。カッコ内は用語の定義と合わせるために、筆者が加筆したものである。「会計上はのれん（価値） G_0 が維持されるべき資本に含まれず、その減耗分は各期の利益 Π_t から控除されていない。その結果、 n 期までを通算した利益総額 $\sum_t \Pi_t$ は、所得総額 $\sum_t Y_t$ よりも G_0 だけ大きくなる。」

⁸⁶ 事前の期待が事後の事実に変換されなかった分は、利益に含まれずに消滅することになる。

して直線的な資本財の価値評価がなされている。一方で価値評価を先に行って、その評価損を実現収益と対応させるという方法も採れなくはない。しかし事業投資にあたる資本財の場合、実現収益との対応関係のない費用を突き合わせた結果導き出された会計利益には意味を見出せない。そのため事業資産の評価においては、原価配分の結果、副次的に算定された残高を評価額とすべきである。すなわちこれが、償却性資産の配分と評価の関係を表すことになる。

また両者の違いによって、減価（減耗）の意味も微妙に異なってくる。配分を優先して考えた場合、減価とは（副次的に算定された）残高の減少を意味し、必ずしも物理的減耗を意味するとは限らない。一方、資産の評価を優先する考え方は、資産の物理的減耗や機能的減価を前提にするものである。そのため、配分の結果として評価額が決定するという前提に立った場合「償却性資産であるから減価する」とはいえども「減耗資産であるから償却性資産である」とはいえないのである。その辺のロジックに注意する必要がある。

4.1.2 非償却性資産とのれんの価値減耗

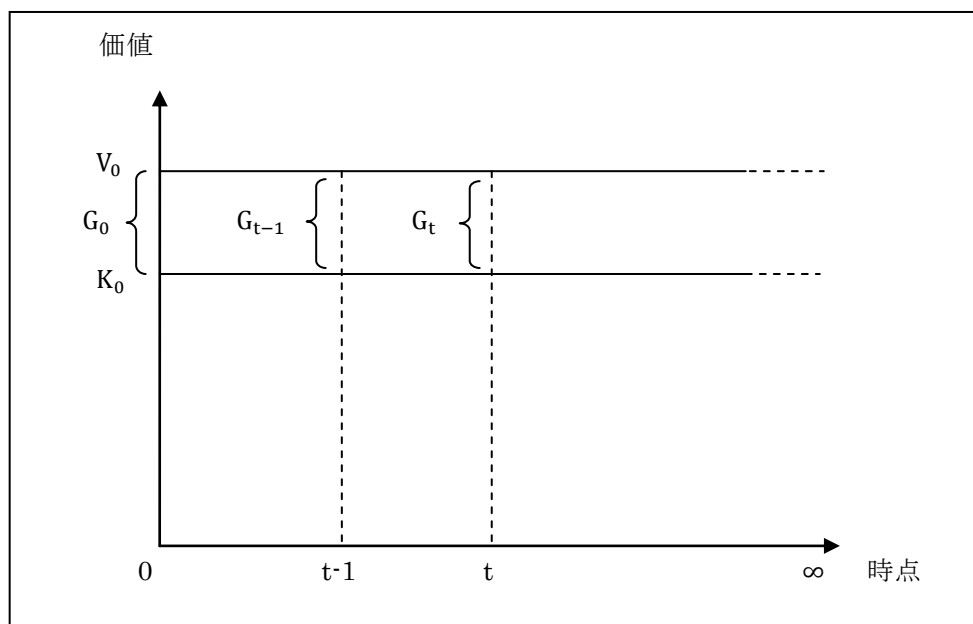
償却性資産の価値減耗に次いで、土地を代表とする永久資産のみを保有する企業の価値減耗について考察する⁸⁷。ある永久資産があり、 $n = \infty$ 期間の各期末に $C_1, C_2, \dots, C_\infty$ の正味キャッシュ・フローが発生すると予想されているとする。割引率を r で一定とくと、このとき0時点の資本財の主観価値 V_0 は正味キャッシュ・フローの割引現在価値合計、すなわち $\sum_{i=1}^{\infty} \frac{C_i}{(1+r)^i}$ と表すことができる。このような主観価値をもつ資本財を資本支出 K_0 で取得したとすると、両者の差額 $V_0 - K_0$ はのれん価値 G_0 となるところは3.1.1.1と同様である⁸⁸。これを t 期について一般化すると、 t 時点での主観価値 V_t は $\sum_{i=t}^{\infty} \frac{C_i}{(1+r)^{i-t+1}}$ となり、資本財価額 K_t との差額 $V_t - K_t$ はのれん価値 G_t で表すことができる。ここで有限資産（償却性資産）と異なることは、永久資産の場合、資本支出（取得原価） K_0 が清算時における売却価額の期待値になっているという点である。そのため $K_t = K_0$ となり、資本支出 K_0 は維持されるため、 C_t がそのまま利益 Π_t として認識され

⁸⁷ 他にも美術品などが考えられる。

⁸⁸ ただし永久資産の代表例である土地を単体で保有した場合、のれん価値 G_0 は限りなくゼロに近づく。土地は他の資本財と組み合わせることで、初めてのれん価値が生じるからである。図表5はあくまでイメージ図である。

ることになる。これを図に表すと図表 8 のようになる。

図表 8：永久資産のみを保有する企業の価値減耗



なお、永久資産は経済的耐用年数が無限大である、加古（2006；p.62）の言葉を借りれば「通常、将来において発現すると期待される経済的利益が減少することはないと考えられている」ため、資本支出の期間配分を表す $K_{t-1} - K_t$ はゼロに収束することになり、結果資本支出額（取得原価） K_0 のまま据え置かれることになる⁸⁹と考えることも可能である。これは土地等の永久資産は価値が減耗しないのではなく、経済的耐用年数が無限であるために原価配分が行われない（ゼロの原価配分が行われている）ということである。この場合でも資本支出 K_0 は維持されるため、 C_t がそのまま利益 Π_t として認識されることになる。そしてこれが非償却性資産の配分と評価の考え方である。

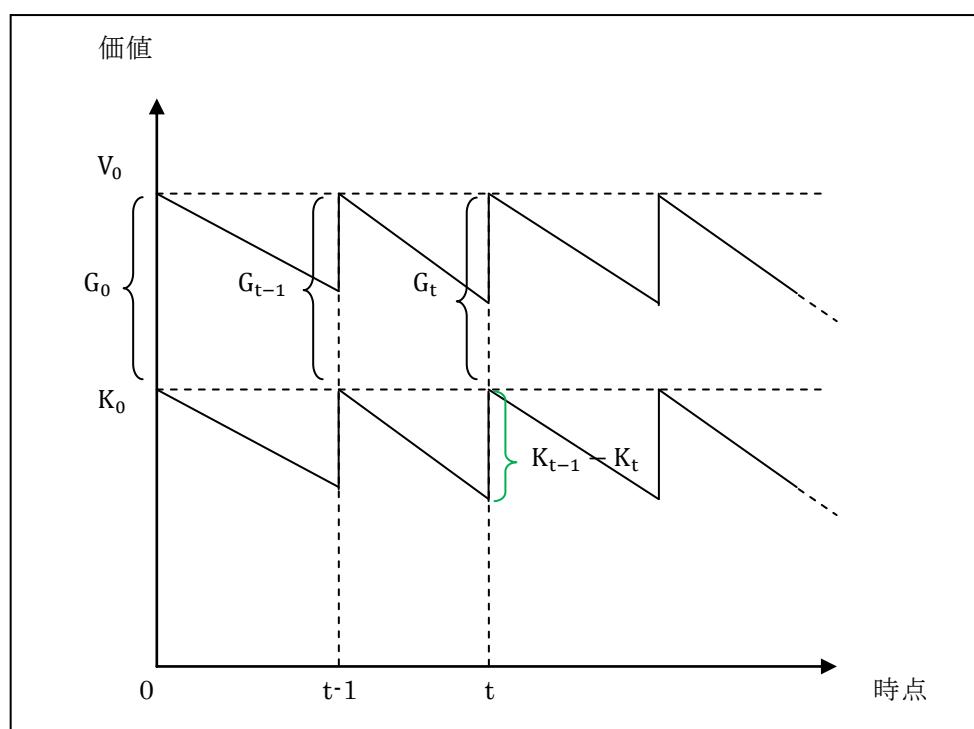
4. 1. 3 取替資産とのれんの価値減耗

資産の中には、同種の物品が多数集まって一つの全体を構成し、老朽品の部分的取替を繰り返すことにより全体が維持されるようなものがある。これを取替資産といい、

⁸⁹ 例えば非償却性資産が每期規則的に減価していくとしても、経済的耐用年数が無限大である場合、 $\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{K_0}{n} = 0$ （残存価額は加味していないが加味しても結果は同じ）となり、毎期の減価償却額はゼロに収束する。

レールや架線・枕木・ガードレールなどごく限られた固定資産に対して適用されている。そして、当初の資本支出額を簿価として計上したまま、部分的な取替えに要した費用を取替えを行った各期に期間配分する方法を取替法といい、これは同種の資産を個別に定額法や定率法などで減価償却することの繁雑性を回避するための簡便法といえるだろう。

図表 9：取替資産のみを保有する企業の価値減耗



取替資産の場合、償却性資産や非償却性資産とは異なり、経済的耐用年数という概念がなく⁹⁰、その都度部分的な取替えに要した費用とその期の実現収益とを対応させることになる。そのため取替資産の価値減耗について図で表すと、図表 9 のようになる。ここでも $n = \infty$ 期間の各期末に $C_1, C_2, \dots, C_\infty$ の正味キャッシュ・フローが発生す

⁹⁰ より正確に記述すれば、原価配分の計算には関係がないため、会計的には考慮されない。ただし、主観価値の算定においては、継続企業的前提に従って、正味キャッシュ・フローは無限に続く想定するはずである。また経済的耐用年数という概念はないものの、定期的に資本財の一部を取替える必要性が生じるという前提に立っている。

ると予想されること、割引率を r で一定とおくこと、0 時点の取替資産の主観価値 V_0 は正味キャッシュ・フローの割引現在価値合計、すなわち $\sum_{i=1}^{\infty} \frac{C_i}{(1+r)^i}$ と表すことができること、このような主観価値をもつ取替資産を資本支出 K_0 で取得したとすること、両者の差額 $V_0 - K_0$ はのれん価値 G_0 となることは、償却性資産や非償却性資産の場合と一様である。図表 9 に拠ると、償却性資産では原価配分の結果減少していた資本財およびのれんの価値が、さらなる部分的な取替えによる追加的な支出を行うことで、帳簿価額は資本支出額 K_0 で維持されることになり、償却性資産と同額の $C_t - (K_{t-1} - K_t)$ という利益 Π_t が認識されることになる。

4.2 償却の意義に関する論点

前節では、配分の結果として償却性資産の資本財の価値およびのれん価値は減少し、資本支出が清算時における売却価額の期待値であることから非償却性資産の資本財の価値は一定であるということが分かった。また取替資産の限定的な考え方についても理解できた。では客観のれんはどの性質を持った資産として捉えればより合理的なのだろうか。

4.2.1 客観のれんとは非償却性資産の差異

客観のれんとは非償却性資産との差異は、(清算時に) その資産単体で売却できるか否かにある。4.1.1.2 で土地の例を挙げたが、その特徴は「資本支出が清算時における売却価額の期待値であること」であった。これはつまり、土地という非償却性資産を取得した時点で、将来売却可能であることを前提においたものである。一方、客観のれんは単体では売却することが不可能である。そのため、この点で客観のれんは非償却性資産とはいえないと判断することができる。

また 4.1.1.2 では、非償却性資産は「経済的耐用年数が無限大であるため、原価配分額がゼロに収束する」と考えることも可能である旨を述べた。この側面から考察すると、客観のれんと土地等の非償却性資産との差異は、経済的耐用年数の不確実性にある。客観のれんの場合、その経済的耐用年数の特定が困難であり、無形の資産であるがために、無限大であるともいい切れない。

さらに価値の減耗という視点からも考察できる。Johnson and Petrone (1998) において、コアのれんは (1) 被取得企業の既存事業の“ゴーイングコンサーン”要素の

公正価値と（２）取得企業と被取得企業の純資産および事業が統合することにより期待されるシナジーの公正価値の２つの要素から構成されると定義されているが、その２つの要素のうち、少なくとも（１）については減耗することが予想される⁹¹。

これらの理由から、客観のれんは非償却性資産とは異なる資産であると捉えるのが合理的であるといえる。

4.2.2 客観のれんと取替資産の差異

次に取替資産との差異についてである。客観のれんに対しても、取替資産と類似の仕組みを持つとする考え方がある。つまり、客観のれんは広告宣伝活動や研究開発投資により部分的取替を繰り返すことで全体が維持されるというものである。そして回収不能な原価が生じた期にそれを将来に繰り越さずに損失を配分する減損処理が行われるのである。しかし、従来から取替資産とされてきたレールや架線・枕木・ガードレール等とのれんには以下のような点で違いが見られる。まず（１）資産の形態について、レール等は有形固定資産（識別可能資産）である一方で、のれんは無形資産（識別不能資産）である。次に、取替資産の特徴として同種の物品が多数集まって一つの全体を構成していることが挙げられるが（２）構成する各要素の等質性についてレール等は同質であるが、のれんの場合は識別不能であるため同質であるとも異質であるともいい難い。また、そもそものれんは分離不能である点でレール等とは異なる。（３）取替後資産の性質についても異なる。レール等は取替前資産と同種の資産であるのに比べ、のれんの場合は自己創設のれんとなる。さらに（４）取替えに要した費用もレール等の場合測定可能であるのに対し、のれんについては無形かつ分離不能であるために測定不能である。そして（５）資産の売却価値についても、レール等には売却価値があるが、のれん単体としては売却価値はない⁹²。このような差異が存在していることを考えれば、客観のれんを取替資産と考えることは困難であることが分かる。なお、以上の差異をまとめると図表 10 の通りである。

⁹¹ 「被取得企業の継続企業要素」の例として被取得企業が取得される以前から保持していた高い参入障壁などが挙げられるが、市場競争の原理や独占禁止法の存在などから、その価値が永続的に減少しないと考えることはナンセンスである。

⁹² ただし企業自体を転売しようと考えている投資家にとってはのれんにも売却価値が生じる。

図表 10：従来の取替資産と客観のれんとの差異

	ルール・架線・枕木 etc.	のれん
資産の形態	有形固定資産	無形資産
構成する各要素の等質性	同質	不明
取替後資産の性質	取替前資産と同種の資産	自己創設のれん
取替えに要した費用の測定可能性	可能	不能
売却価値	あり	なし

4.2.3 償却性資産としての客観のれん

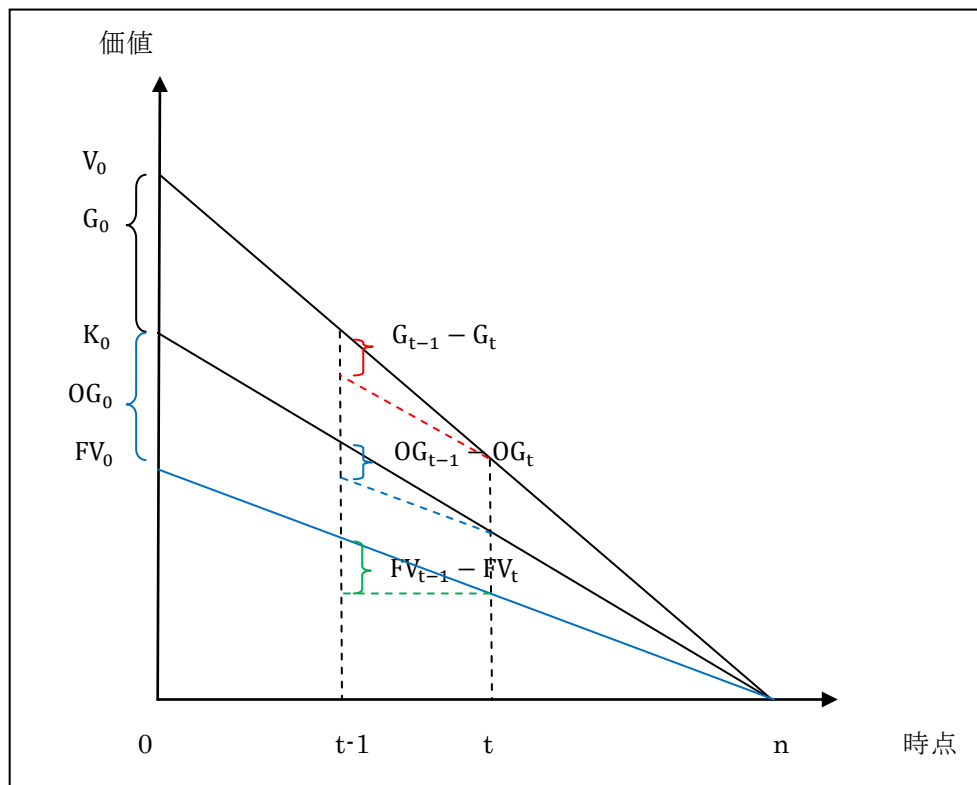
客観のれんは、その性質が主観のれん d_1 の一部であり、かつ主観のれんが客観のれん $d_3 - d_2$ の全てを占めていることに特徴がある。通常の（個別単体の）償却性資産を何らかの理由で資本支出＞市場価値で取得した場合⁹³においては、原価即事実説を前提にすれば資本支出－市場価値の部分は言うまでもなく取得原価に含められて認識される。一方、企業結合による取得の場合には、資本支出－市場価値の部分、すなわち $d_3 - d_2$ は、それ自体が客観のれん（勘定科目としては連結調整勘定）として別個の資産として他の識別可能資産と区別して認識される。通常の償却性資産であれば（資本支出－市場価値の部分も含めて）取得原価として当初認識され、費用と収益の対応（matching）の原則に従って減価償却を通して期間配分されるにもかかわらず、客観のれんの場合には取得原価の範囲内であるにもかかわらず、別個の資産として認識されることをいいことに、償却の対象外とされている。しかしこれは明らかに他の償却性資産⁹⁴との整合性を欠くものである。

上述の理由および 4.2.1・4.2.2 の議論を踏まえ、客観のれんは非償却性資産や取替資産ではなく、償却性資産であると仮定した上で、図表 11 と照らし合わせて別の視点から考察してみよう。

⁹³ 例えば希少価値の高い資産を他の企業に先駆けて取得するためにプレミアムを上乗せして購入する場合等が考えられる。

⁹⁴ 有形固定資産か無形資産かは問わない。

図表 11：償却性資産と捉えた場合の客観のれんの価値減耗



出典：斎藤（2010；p.218）の図表に加筆・修正

上記の図表 11 は、 t 期における資本支出（投下資金） K_t と識別可能純資産の公正価値 FV_t の差額である客観のれん（買入のれん） OG_t について表したものである。図表 7 との違いは、資本支出 K_t に含まれる主観のれんを客観のれん OG_t として他の要素と区別して認識しているかどうかである。これに拠れば、資本財の価値減耗 $V_{t-1} - V_t$ は、のれん価値の減少分 $G_{t-1} - G_t$ と客観のれんの減少分 $OG_{t-1} - OG_t$ および識別可能純資産の公正価値（個々の資産・負債の市場価値の総和）の減少分 $FV_{t-1} - FV_t$ にさらに細分化することができる。ここで、客観のれん OG_t についてもものれん価値 G_t と同様の議論を展開することができる。つまり、超過収益力と考えられる客観のれんの経済的便益が発生した時点で事前の期待が事後の事実に転換したと捉え、客観のれんの減耗部分 $OG_{t-1} - OG_t$ と対応（matching）させて利益を認識することに意義があるのであって、

専ら資本支出の期間配分の仕方が問題となる。そして客観のれんからのキャッシュの生成は n 期まで每期予想される⁹⁵ことから、それに応じた費用の配分も每期行われなければならない。そして期間配分の結果として評価額が決まり、それらの事実に鑑みれば客観のれんは償却性資産であるということができる。

のれんの非償却を正当化する理由として、のれんは減耗資産だから償却すべきとか減耗資産ではないから償却しなくてもよいという議論がしばしば見受けられるが、客観のれんの評価額が原価配分の結果として決められている以上、客観のれんが減耗する資産か減耗しない資産かの議論はもはや不要であることもここで併せて述べておく必要がある。

4.3 償却手続に関する論点

本節では、前節までの議論を踏まえて、償却手続に関する 3 つの論点について考察する。

4.3.1 減耗部分と非減耗部分との不可分性

4.2 で議論した結果、客観のれんは単体で売却することが不可能であるために残存価値もなく、その全体において償却されるべきであることを確認した。また、償却すべきか否かの直接的な判断材料になるのは収益費用の対応（**matching**）や原価配分（**allocation**）に拠るところが大きく、その副次的な産物として価値の減価（資本財の価値の評価）の問題が生じる旨についても述べた。そのため、客観のれんを減価する部分と減価しない部分とに分離して減価しない部分については非償却とすべきという意見は、まったくのナンセンスのように聞こえる。

以下は、不毛な議論かもしれないが、もし仮に、対応や配分の問題よりも評価の問題を優先するとして、かつ客観のれんを完全なる減耗資産ではないと仮定したとしても、どのように減耗部分と非減耗部分とを分別して認識できるというのだろうか。おそらく見積もりや按分という方法を使うことになるのだろうが、結局過大な恣意性が含まれることになる。

⁹⁵ ここでもやはり、どのように経済的耐用年数を定めるのかという議論は付きまとう。ただし経済的耐用年数が不確実であるということは、すなわち無限であるともいい切れない訳であり、経済的耐用年数を定めることができないという理由でのれんの非償却を謳うことは不適切である。

4.3.2 経済的耐用年数の不確定性

のれんが償却性資産であり、シナジー効果に起因して生じる実現収益に対して費用を突き合わせるべきであるという対応（matching）の考え方や、投資効率や回収可能性を把握するための原価配分（allocation）の考え方はすでに見てきた通りである。

4.2.3 の図表 11 でも分かるように、そこでは「n 期間にわたって正味キャッシュ・フローが発生する」ことを前提として議論を進めてきた。本項では、その「n 期間」をどのように仮定するかが問題となる。

経済的耐用年数の期間は、当該資産の経済的便益が発現する期間を合理的に予測して確定すべきである。これは、有形資産・無形資産にかかわらず、また配分が先か評価が先かの問題にかかわらず、普遍の考え方である。しかし、のれんが他の償却性資産と異なる特殊なところは、事後的に経済的便益の発現の終了が確認できないことにある。例えば有形固定資産の場合、経済的便益の発現の終了は旧資産の売却もしくは廃棄と代替する新資産の取得という行動で確認でき、一部の無形資産では契約期間の終了という法的な事実でチェックできる。他方、のれんの場合は識別不能資産であり法的な制約もないため、経営者が設定した経済的耐用年数の予測値の正否を事後的に評価できない。この問題を一因とする経験則の有無や見積もりの精度（予測のしやすさ）の差が、のれんと他の償却性資産とで経済的耐用年数を予測する際に異なるところである。ただし、経験則や精度の違いはあろうが、経済的耐用年数の予測は当該期間にわたって資産の経済的便益が発現するだろうという経営者の意思表示であり、そこに見積もりや恣意性が介入する可能性は有形資産であろうと無形資産であろうと、はたまたのれんであろうと変わらないのである⁹⁶。また、これはどのくらいのスパンで投下資金を回収しようとしているのかという経営者の意図も反映しているともいえるので、経済的耐用年数を開示することは投資家にとっても有用な情報である。

ここでもうひとつ論点がある。経済的耐用年数に上限を設定する必要性の有無である。上述の理論を展開させるならば、経営者が例えば 50 年間にわたって資産の経済的便益が発現し、当該期間をかけて投下資金を回収していこうと考えているならば、

⁹⁶ 一部の無形資産や所有権移転ファイナンス・リースのように客観的に法的な契約年数が決定しているものは除く。

経済的耐用年数に（20 年という）上限を設定する必要性はないのではないかという議論も可能である。しかし、これは予測の限度はたかだか 20 年程度であり、予測の範囲を超えて回収可能かどうか不確実な投資は経済合理性や受託責任の面から考えて行われなければならないかという前提に立っているのだろう。

ちなみに、日本公認会計士協会（1998-2007）に拠れば、日本企業の場合、のれんの償却について、税法との兼ね合い⁹⁷で 5 年以内の償却を選択している企業が多い⁹⁸。これは確かに経営者の恣意的な決定であり、適切な期間損益の測定という会計の理念に反するものである⁹⁹。確かに、経営者の投資の回収可能性に対する意図を経済的耐用年数に反映させるならば、一律に税法に従って経済的耐用年数を決定するという従来の方法は、改善されるべきである。しかしこれはあくまで税法の問題であって、これを理由に恣意性の介入の大きさを批判するのはナンセンスである。

4.3.3 減価パターンの多様性

4.2.3 の図表 11 では、n 期間にわたって每期一定額の原価配分を行うという仮定をおいていたが、この配分パターンが本項では問題となる。

のれんにおける償却方法は定額法に限られている。しかし価値の減価（評価）を優先して算定すべしとする論派にとっては、（そもそも配分の考え方には否定的だが）償却を前提とするならばできるだけ資本財の減耗パターンに沿って償却するべきであるとする。一方、配分を優先して算定すべしとする論派にとっては、収益の実現パターンに沿って償却する（費用を対応させる）のが合理的であると考えられる。そして前者の主張を加味したものが定率法（逓減法）や級数法といった、いわゆる加速償却と言われる方法であり、後者の主張を加味したものが生産高比例法¹⁰⁰である¹⁰¹。そのどちらにも含まれない定額法は、簡便法もしくは資本財の減耗パターンや収益の実現パターンを予測できない場合の代替法であると考えられる。

⁹⁷ 大蔵省（1965）には、営業権の法定耐用年数は 5 年に設定されている。

⁹⁸ 日本公認会計士協会（1998-2007）に拠れば、1995 会計年度から 2006 会計年度にかけて、のれんの償却を行っている企業（発生時に全額償却している企業を除く）のうち 5 年以内に償却をしている企業の割合は 57.4%（2003 会計年度）～95.2%（1998 会計年度）の範囲内で推移している。

⁹⁹ ただし、経営者の受託責任および株主価値の最大化という目的を考えた場合、このような経済的耐用年数の決定の仕方を偏に恣意的と判断していいのか、疑問が残る。

¹⁰⁰ ただし生産高比例法は、総活動量が事前にある程度予測可能であることを前提としている。

¹⁰¹ より厳密に費用と収益の対応による償却を仮定するためには、実現収益の減少は年ごとに逓増していくものと想定できるため、定率法（逓増法）の採用を考えなければならない。

のれんの場合、経済的耐用年数にわたって每期シナジー効果による収益が実現するものと考えられるが、その実現パターンの予測は不可能である。また通常シナジー効果は M&A 後すぐに最大値を迎え年ごとに逓減していくということは考えにくいことから定率法（逓減法）や級数法で近似するのは不適切であり、発生するシナジーの総量は不明であることから生産高比例法も使用できない。その結果、結局定額法を用いるのが無難であるという結論に至る。

ただし定額法を用いる積極的な理由もある。それは不確実性を多分に含んだ収益の実現パターンを配分という処理に落とし込んでいく上で、最も恣意性が介入しにくいという点である。4.3.1 では経済的便益の発現期間や投下資金の回収可能性に対する経営者の意思表示としての経済的耐用年数の重要性を述べたが、経済的耐用年数（の意思表示）に伴うリスクと不確実性と、より市場依存度の高い実現パターン（の意思表示）に伴うリスクと不確実性とはまた話が異なるのである。

4.4 自己創設のれんの計上に関する論点

本節では、前節までの議論を踏まえて、自己創設のれんの計上に関する 2 つの論点について考察する。

4.4.1 自己創設のれんへの置換

客観のれんが自己創設のれん¹⁰²に置換されるのではないかという議論は、客観のれんが減価する資産であるにもかかわらず、期間配分が行われなかった場合というある種の不合理を前提になされるものである。これは「客観のれんは減価するから償却すべし」とする論派が「客観のれんは減価しないから償却しないでよい」とする論派に異を唱えるために用いる議論であり、客観のれんを償却性資産と考え每期適切な期間配分を行う、もしくは客観のれんを非償却性資産と捉え規則的な期間配分を行わない場合、自己創設のれんは計上されない。本論文では 4.2 において客観のれんは償却性資産であるという結論が出たので、自己創設のれんが計上される可能性もなくなった。

ちなみに自己創設のれんを資産計上してはいけないことは ASBJ（2006）でも述べ

¹⁰² 本項で述べる自己創設のれんとは、買入のれんの一部分を指すものであり、主観価値と資本支出の差額であるのれん価値を指すものではない。なお次項では後者の意味で用いているので注意が必要である。

られているように明白であると考えられるため、本論文では議論の対象とはしない。

4.4.2 のれん償却費と維持費の二重計上

のれんを生成するための支出やのれんの価値を維持するために費やされた費用との二重計上を避けるべきであるという意見については、通常固定資産を対象として議論される資本的支出と収益的支出（修繕費）の関係を援用することで反論することができよう。

まず償却性資産である有形固定資産について考える。修理・改良等のために支出した金額が資本的支出と認められた場合、その額は資産として計上され、有形固定資産の帳簿価額の一部を成すことになる。一方、修繕費と認められた場合は、発生したその期に費用計上されることになる。修繕費と認識された場合には、言うまでもなく、当該資産の減価償却費と修繕費が（二重）計上されることになる。なお、国税庁（2009）に拠れば、資本的支出とは「固定資産の価値を高め、又はその耐久性を増すこととなると認められる部分に対応する金額」と定義され、修繕費とは「固定資産の通常の維持管理のため、又は毀損した固定資産につきその原状を回復するために要したと認められる部分の金額」と定義されている。

では、のれんを生成するための支出やのれんの価値を維持するために費やされた費用（ex. 広告宣伝費）は、資本的支出と収益的支出のどちらに近いといえるだろうか。のれんの場合、当初認識額を超えて（図表 5 でいえばのれん価値 $d_4 - d_3$ の範囲で）のれんを計上することは無条件で自己創設のれんの計上となるので、新たなのれんの生成といっても、それは取得原価（図表 5 でいえば買入のれん $d_3 - d_2$ ）の範囲内での原状回復や現状維持の意味合いが大きくなる。つまり広告宣伝費等の支出や費用は、上述した定義から考えても資本的支出よりも収益的支出の性質に似ており、有形固定資産が減価償却費と収益的支出（修繕費）を別々に計上していることに鑑みれば、のれん償却費と収益的支出である維持費が二重に計上されても、何らおかしくはないことになる¹⁰³。

¹⁰³ 一方、大日方（2007；p.115）には「SFAS No.142 が無形資産の維持費用とみなしているもののなかには、費用処理される収益的支出だけではなく、ほんらい資産計上されるべき資本的支出も含まれている。その点を考えると、SFAS No.142 は全体的整合性を犠牲にしている。」という記述が見られる。しかし、無形資産（のれんを含む）の維持費用の中に収益的支出と資本的支出が混在している根拠について理論的な説明はない。

4.5 小括

本節では、本章におけるのれんに関する理論的検討についてのまとめと今後の課題の提示を行う。

4.5.1 理論的検討のまとめ

まず 4.1 では、資本財とのれんの価値減耗について、償却性資産と非償却性資産、そしてそのどちらに属するともいい難い取替資産に分類して、所得や利益の概念と絡めて考察した。そこでは、配分もしくは対応の結果として償却性資産の資本財の価値およびのれん価値は減少し、資本支出が清算時における売却価額の期待値であることから非償却性資産の資本財の価値は一定であるということが分かった。また取替資産の限定的な考え方についても考察した。

それらをもとに 4.2 以降ではのれんの償却を批判し、またのれんの非償却の妥当性を主張する上での個別論点についてひとつずつ検討を加えた。まず 4.2 では、のれん償却の意義について考察した。そこでは、のれんは資産単体で売却できるか否かの違いによって非償却資産とは異なり、取替資産とされている資産との性質上の差異が大きすぎることからのれんは取替資産ともいえない旨について述べた。そして、のれんは資本支出（投下資金）の一部であるにもかかわらず、識別可能純資産とは別個の資産として認識されているために特殊性をもつ（もしくは特殊なように感じられる）資産であることも踏まえた上で、のれんは償却性資産として扱うことが合理的であるという結論に至った。

4.3 では、のれん償却の手続きについて考察した。そこでは、対応や配分の観点から見た場合ののれんの不可分性や投下資金の回収可能性の観点から見た経済的耐用年数の決定の重要性、不確実性を多分に含んだ減価パターン（収益の実現パターン）に対して定額法（定額償却）を用いることの妥当性を述べた。

最後に 4.4 では、自己創設のれんの問題について考察した。そして通常固定資産を対象に議論される資本的支出と収益的支出の論点を援用することで、のれんを生成するための支出やのれんの価値を維持するために費やされた費用は、資本的支出よりも収益的支出に近いということを述べ、自己創設のれんの置換の問題やのれん償却費と維持費の二重計上の問題について考察した。

以上を踏まえ、理論的観点からはのれんは（規則的）償却すべきであるという結論に至った。

4.5.2 今後の理論的課題

FASB (2001) によつてのれんの非償却＋減損処理法が採用されたことは、財務会計分野において 20 世紀最大の貢献とされる Paton and Littleton (1940) およびそこで主張された収益と費用の対応概念や原価配分概念¹⁰⁴が、一部崩落した瞬間でもあった。

のれんの償却の是非を考えるには、やはり対応や配分を優先させるのか、それとも評価を優先させるのかという問題に行きつく。そして前者を優先させた場合、規則的償却（＋減損処理）法が採られるのに対し、後者を優先させた場合、非償却（＋減損処理）法が採用されることになる¹⁰⁵。このような問題は、のれん以外のすべての償却性資産において議論可能な問題であり、収益と費用の対応概念や原価配分概念によって支えられている償却性資産という考え方の一角が崩落した現在、いつ他の償却性資産にまでその影響が波及してもおかしくはない状況にある。

今のところ、まだ（減価）償却というシステムは作動しているが、21 世紀に入って、収益と費用の対応概念や原価配分概念にとって代わるほどの有益な概念が果たして生まれるのだろうか。その見極めおよび判断が、今後の理論的な課題となろう。

¹⁰⁴ 例えば、American Accounting Association (1977) を参照。

¹⁰⁵ そもそも減損処理には、原価の期間配分の意味はあっても対応の意味はない。そのため対応概念を前提とした償却とセットで減損処理が行われる場合と、単独で減損処理が行われる場合とでは、減損処理の意義が異なってくる。前者の場合、期間配分の結果として未償却残高が決まるという意味合いが大きいのに対し、後者の場合、のれんの評価が行われて期間配分額が決定するという意味合いが強くなる。これは減損処理において、のれんの評価が回収可能価額ではなく公正価値で行われた場合、より鮮明となる。

5. おわりに

本論文では、のれんの償却の是非について、理論的・実証的な観点から検討を行った。

2 章では、のれん概念の歴史的変遷とのれんの償却に関する論点について整理・分析を行った。まず、のれん概念の歴史的変遷については、のれん概念は歴史的に潜在的無形財概念・超過利潤概念・残余概念・相乗効果概念という 4 つの概念から形成されてきたこと、そのうち現代的意義としては超過利潤概念と相乗効果概念が中心となることを示した。のれんの償却に関する論点については、のれんの償却を批判する根拠となる論点やのれんの非償却を正当化する根拠となる論点を洗い出すことにより、以下の章での解決すべき課題を明らかにした。

3 章は、実証的観点から検討を行った。そこでは、永田 (2002) と山地 (2008) という日本市場を対象にした 2 つの論文と、そこで用いられたモデルの原典である Jennings et al. (2001) を参考に、日本市場を対象にのれん償却費の有用性に関する研究を行うことによって、のれん償却費の有用性およびのれん償却の是非について考察した。まず、3 つの主題について検討を行った。主題 1 では、のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益との相対情報内容としての比較と、のれん償却費の増分情報内容についての調査を行った。さらに、主題 2 では、主題 1 に損失ダミーを交差項として加味した場合について、主題 3 では、Ohlson (1995) および Feltham and Ohlson (1995) に依拠したモデルを設定した場合について、それぞれ主題 1 の結果との比較を行った。それらの結果、日本市場では (1) のれん償却費控除前利益の方がのれん償却費控除後利益よりも株価との価値関連性が高い傾向にあること、(2) のれん償却費は株価とプラスの相関をもつ傾向にあること、を確認した。そして、(1) については、FCF や EBITDA に基づいた企業価値評価が主流である以上、特に驚くべき結果ではないとし、専ら、(2) について追加的検証を行った。そこでは、株価とのれん償却費のプラスの相関は見かけの相関にすぎず、真の因果関係は、(株価と) 期中ののれん簿価変動額にあるのではないかという仮説を立てて検証を行った結果、複数の期間において、株価とのれん簿価変動額との相関を確認し、株価とのれん株価とのれん償却費がプラスの (見かけの) 相関をもつ一要因を明らかにした。それらの結果

は、Jennings et al. (2001) のリサーチ・デザインおよび実証結果からは、(1) のれん償却費控除前利益とのれん償却費控除後利益の $\overline{R^2}$ の比較だけではのれん償却の是非は判断できないこと (2) 必ずしものれん償却費はノイズであるとはいいい切れないということ、を示唆している。しかしのれん償却費はノイズではないといいい切るまでの強い証拠は得られず、今後の研究に託す結果となった。また、それらを受けて、基準設定時における実証研究（価値関連性研究）の役割と限界について考察し、FASB や IASB が基準設定に際して Jennings et al. (2001) を参照したことに対して疑問を投げかけた。

4 章では、理論的観点から、のれんの償却の是非についての検討を行った。まず、資本財とのれんの価値減耗という視点から、のれんは償却性資産・非償却性資産・取替資産のうち、どの資産と性質的に類似しているかについて考察した。その結果、のれんは、資産単体では売却することが不能なことから、非償却性資産とは異なり、また、資産の形態や構成する各要素の等質性、取替後資産の性質、取替えに要した費用の測定可能性などの観点に注目した場合に、従来の取替資産とは大きな差異があることから、取替資産とも異なるという結論に至った。そして、のれんは、原価配分原則や対応の原則に依拠した、償却性資産としての性質を持つことが再確認された。続いて、のれんの償却を批判し、非償却の正当性を主張するいくつかの主要な論点についても考察を加えた。償却手続に関する論点については、減耗部分と非減耗部分との不可分性、経済的耐用年数の不確定性、減価パターンの多様性について考察した。まず、減耗部分と非減耗部分との不可分性に関しては、価値（未償却残高）の評価は、取得原価の配分や収益との対応の副次的な結果であって、のれんを減耗部分と非減耗部分とに区分して認識しようとする自体が、不毛な議論である旨を述べた。経済的耐用年数の不確定性に関しては、投資の回収可能性の観点から、経営者の意思表示として経済的耐用年数を開示することには意義があるという結論を下した。減価パターンの多様性に関しては、市場依存度の高い実現パターンには、多分のリスクと不確実性を含んでおり、恣意性を排除するには定額法による配分パターンが、最も適切であると結論づけた。さらに、自己創設のれんの計上に関する論点では、客観のれんの自己創設のれんへの置換の可能性やのれん償却費と維持費の二重計上の問題について取り上げた。客観のれんの自己創設のれんへの置換の可能性に関しては、のれんは償却性資産であるため、適切な期間配分によって自己創設のれんは計上されないとした。

のれん償却費と維持費の二重計上の問題に関しては、広告宣伝費等ののれんの維持費は、のれんの原状回復や現状維持としての意味合いが強く、それは収益的支出にあたるため、他の有形固定資産が減価償却費と収益的支出を二重に計上していることに鑑みれば、のれんについても償却費と維持費が二重に計上されても、何らおかしくはないという結論を下した。そして、それらを踏まえ、理論的見地からは、のれんは（規則的）償却すべきであるという結論に至った。

1 章でも述べたように、本論文における目的は、のれんの償却を廃止したことの妥当性を理論的・実証的観点から比較・検討することであった。まず実証的検討については、株価とのれん償却費のプラスの相関が見かけの相関にすぎないという可能性がある以上、少なくとも、基準改定にあたって Jennings et al. (2001) を判断材料にしてしまったことは軽率であったといえる。また、理論的検討については、のれんは償却性資産であり、償却（配分）というスキームによって導き出された利益情報の方が、より合理的であるという結論が得られた。つまり、これらを総合的に踏まえると、のれんの償却を廃止した FASB と IASB の判断は、時期尚早であり、もう少し議論の余地があったといえる。

ここで、今後の研究課題についても触れておく。まず、実証的観点からの課題としては、株価とのれん償却費のプラスの相関について、真の因果関係を追究することが挙げられる。本研究では、株価とのれん簿価変動額との相関を確認し、のれん簿価変動額が、株価とのれん償却費がプラスの相関を示した一要因であったことまでは明らかとなった。しかし、他にも要因が存在すると考えられ、どのような要因があるのかを今後さらに追究していきたいと考えている。また、のれんの規則的償却＋減損処理法を採用していた基準下でののれん償却費（＋減損損失）控除後利益控除後利益と、のれんの非償却＋減損処理法を採用している基準下での減損損失控除後利益控除後利益の比較によって、のれん償却の是非を正面から判断できるような研究にもチャレンジしたいと考えている。理論的観点からの課題としては、配分と評価の問題、つまりは会計観や利益の問題について、のれんに限定せず、より広い視点で考察していきたいと考えている。

日本でも、2010 年内に、会計基準の国際的なコンバージェンスの中期プロジェクトの成果として、のれんの償却に関する会計基準が公表されるようである。果たして、日本基準も、一方的な歩み寄りしかみられない「コンバージェンス」によって、のれ

んの非償却+減損処理法を採用することになるのであろうか。

今後の日本および世界の会計学のさらなる発展を願い、ここでひとつ提言しておきたいことがある。それは、理論会計学と実証会計学との共生についてである。

伝統的な理論会計学の隆盛は衰えるところを知らず、それに追走するように新しく台頭してきた実証会計学の研究方法が徐々に確立され始めている現在、理論会計学と実証会計学との相互関係および相互役割を明確にすることは、今後非常に重要な課題となるだろう。未来の会計学の発展に貢献するために、それぞれの特性をどのように生かしていくのか、研究対象に対してどのような棲み分けが可能であるのかを、もっと深く考えるべきである。

とりわけ、基準設定における実証会計学の役割には限界があることを留意しなければならない。実証研究が最も貢献しうる局面とは、基準改定前後の変化（改定後の有用性の改善の度合い）を分析する場面であり、改定後の未知の環境下での株価形成が分からない以上、基準設定に際して、既存の情報のみで新しい会計モデル（改定後の会計基準）の有用性を語ることに、困難が生じるのである。やはり、基準設定・改定においては、理論会計学に対する比重が大きく、そこに実証会計学の研究結果を加味することに対しては、慎重にならざるを得ないのである。

本論文の題目は『のれんの償却に関する理論的・実証的検討』である。内容の順序は、実証的検討の後に理論的検討が続く形を採っているにもかかわらず、題目ではその順序を逆にしたのは、基準改定時における理論会計学の重要性および実証会計学の限界を強調したいがための意図的なメッセージであることも、最後にここで述べておくことにする。

参考文献

- Ahmed, Anwer S. and Lale Guler (2007) Evidence on effects of SFAS 142 on the Reliability of goodwill write-offs. working paper, Texas A&M University.
- American Accounting Association (1977) American Accounting Association Committee to prepare a statement of basic accounting theory. *A Statement of Basic Accounting Theory*. AAA.
- Arnold, J., D. Egginton, L. Kirkham, R. Macve and K. Peasnell (1992) *Goodwill and other intangibles*. The Research Board of the ICAEW.
- Ball, Ray and Philip Brown (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2): 159-178.
- Barth, E. Mary (2000) Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. *Accounting and Finance* 40(1): 7-31.
- . and Sanjay Kallapur (1996) The effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research* 13(2): 527-567.
- Basu, Sudipta (1997) The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24: 3-37.
- Beatty, A. and J. Weber (2005) The importance of accounting discretion in mandatory accounting changes: an examination of the adoption of SFAS 142. working paper, Ohio State University and MIT Sloan School of Management.
- Beaver, William H. (1968) The information contents of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6(Supplement): 67-92.
- . (1981) *Financial reporting: an accounting revolution*. Prentice Hall. (伊藤邦雄 [訳] (1986) 『財務報告革命』 白桃書房.)
- Bens, Daniel A and Wendy Heltzer (2005) The information content and timeliness of fair value accounting: goodwill write-offs before, during and after implementation of SFAS 142. working paper, University of Chicago, Graduate School of Business.
- ., ———. and Benjamin Segal (2007) The information content of goodwill

- impairments and the adoption of SFAS 142. working paper, University of Arizona.
- Biddle Gary C., Gim S. Seow and Andrew F. Siegel (1997) Relative versus incremental information content. *Contemporary Accounting Research* 12(1): 1-23.
- Bithell, Richard A. (1882) *A counting house dictionary*. George Routledge & Sons.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay (1996) *The econometrics of financial markets*. Princeton University Press. (祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治[訳] (2003) 『ファイナンスのための計量分析』 共立出版.)
- Campbell, Donald T. and Julian C. Stanley (1963) *Experimental and Quasi- Experimental Designs for Research*. Rand Mc.Nally.
- Canning, John B. (1929) *The economic of accountancy*. Ronald Press.
- Chambers, Dennis J. (2007) Has goodwill accounting under 142 improved financial reporting? working paper, Kennesaw State University.
- Christie, Andrew A. (1987) On cross-sectional analysis in accounting research. *Journal of Accounting and Economics* 9: 231-258.
- Collins, Daniel W., Morton Pincus and Hong Xie (1999) Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity. *Accounting review* 74(1): 29-61.
- Cowan, Arnold R., William N. Dilla and Cynthia Jeffrey (2006) Goodwill testing and earnings under SFAS 142. working paper, Iowa State University.
- Cox (1961) Tests of separate families of hypotheses. *Proceeding of the Fourth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* 1: 105-123.
- Davidson, Russell and James G. MacKinnon (1981) Several tests for model specification in the presence of alternative hypotheses. *Econometrica* 49(3): 781-793.
- . and ————. (1993) *Estimation and Inference in Econometrics*. Oxford University Press.
- Deng, Z. and B. Lev (1998) The valuation of acquired R&D. working paper. New York University.
- Easton, Peter D. and Gregory A. Sommers (2003) Scale and the scale effect in market-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting* 30(1)&(2): 25-55.
- ., Trevor S. Harris and James A. Ohlson (1992) Aggregate accounting earnings

- can explain most of security returns. *Journal of Accounting and Economics* 15: 119-142.
- Edwards, Edgar O. and Philip W. Bell (1961) *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press. (伏見多美雄・藤森三男[訳] (1964) 『意思決定と利潤計算』 日本生産性本部.)
- Financial Accounting Standards Board (1970a) APB Opinion No. 16, *Business Combinations*. FASB.
- . (1970b) APB Opinion No. 17, *Intangible Assets*. FASB.
- . (1980) *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information*. FASB.
- . (1999a) Exposure Draft, *Business Combinations and Intangible Assets*. FASB.
- . (1999b) *Status Report No. 319*. FASB.
- . (2000) *Status Report No. 331*. FASB.
- . (2001a) SFAS No. 141, *Business Combinations*. FASB.
- . (2001b) SFAS No. 142, *Goodwill and Other Intangible Assets*. FASB.
- . (2007) SFAS No. 141 (revised), *Business Combinations*. FASB.
- . (2008) Exposure Draft, *Conceptual Framework for Financial Reporting : The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information*. FASB.
- Feltham, Gerald A. and James A. Ohlson (1995) Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11: 689-731.
- Hayn, Carla (1995) The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2): 125-153.
- Henning, Steven L., Wayne H. Shaw and Toby Stock (2004) The amount and timing of goodwill write-offs and revaluations: evidence from U.S. and U.K. Firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 23: 99-121.
- Hirschey, Mark and Vernon J. Richardson (2002) Information content of accounting goodwill numbers. *Journal of Accounting and Public Policy* 21: 173-191.
- . and ————. (2003) Investor underreaction to goodwill write-offs. *Financial*

Analysts Journal 59: 75-84.

- Holthausen, Robert W. and Ross L. Watts (2001) The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. working paper, Simon School of Business.
- Hopkins, Patrick E., Richard W. Houston, Michael F. Peters (2000) Purchase, pooling, and equity analysts' valuation judgments. *Accounting Review*, 75(3): 257-281.
- International Accounting Standards Board (2004) IFRS No. 3, *Business Combinations*. IASB.
- International Accounting Standards Board (2008) IFRS No. 3 (revised), *Business Combinations*. IASB.
- International Accounting Standards Committee (1993) IAS No. 22 (revised), *Accounting for Business Combinations*. IASC.
- Jarva, Henry (2008) Do firms manage fair value estimates? An examination of SFAS 142 goodwill Impairments. working paper, University of Oulu.
- Jennings, R., J. Robinson, R.B. Thompson II and L. Duvall (1996) The relation between accounting goodwill numbers and equity values. *Journal of Business Finance and Accounting* 23(4): 513-533.
- , M. LeClere and R.B. Thompson II (2001) Goodwill amortization and the usefulness of earnings. *Financial Analysts Journal* 57(5): 20-28.
- Johnson, L. Todd and Kimberley R. Petrone (1998) Is goodwill an asset? *Accounting Horizons* 12(3): 293-303.
- Jordan, C.E., S.J. Clark and C.E. Vann (2007) Using goodwill impairment to effect earnings management during SFAS No.142's year of adoption and later. *Journal of Business & Economic Research* 5(1): 23-30.
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky (1979) Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica* 47(2): 263-292.
- Kothari, S. P. (2001) Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31: 105-231.
- Leake, P. D. (1914) goodwill: Its nature and how to value it. *The Accountant* 40: 81-90.
- Li Zining, Pervin K. Shroff, Ramgopal Venkataraman (2006) Goodwill Impairment Loss:

- Cause and Consequences. working paper, University of Minnesota.
- Liu, Jing and Jacob Thomas (2000) Stock returns and accounting earnings. *Journal of Accounting Research* 38(1): 71-101.
- Ma, Ronald and Roger Hopkins (1988) Goodwill — an example of puzzle-solving in accounting. *Abacus* 24(1): 75-85.
- Mallows, C. L. (1973) Some comment on C_p . *Technometrics* 15: 661-675.
- McCarthy, Mark G. and Douglas K. Schneider (1995) Market perception of goodwill: some empirical evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 22(6):69-81.
- Miller, Malcolm C. (1973) Goodwill — an aggregation Issue. *The Accounting Review* 48(2): 280-291.
- Moehrle, Stephen R., Jennifer A. Reynolds-Moehrle and James S. Wallace (2001) How informative are earnings numbers that exclude goodwill amortization? *Accounting Horizons* 15(3): 243-255.
- Ohlson, James A. (1995) Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.
- Ota Koji (2001) The value-relevance of book value, current earnings, and management forecasts of earnings. working paper, The Australian National University.
- Paton, W.A. and A.C. Littleton (1940) *An Introduction to Corporate Accounting Standards*. American Accounting Association. (中島省吾[訳] (1953) 『会社会計基準序説』 森山書店.)
- Ramanna, Karthik (2008) The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal of Accounting and Economics* 45: 253-281.
- . and Ross L. Watts (2008) Evidence from goodwill non-impairments on the effects of unverifiable fair-value accounting. working paper, Harvard Business School.
- Schipper, Katherine (2003) Principles-based accounting standards. *Accounting Horizons* 17(1):61-72.
- Scott, William.R. (2006) *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall. (太田康弘・椎葉淳・西谷順平[訳] (2008) 『財務会計の理論と実証』 中央経済社.)
- Sevin Suzanne and Richard Schroeder (2005) Earnings management: evidence from SFAS

- No. 142 reporting. *Managerial Auditing Journal* 20(1): 47-54.
- Shalev, Ron (2007) Recognition of non-amortizable intangible assets in combinations. working paper, Columbia University.
- Vincent, Linda (1997) Equity valuation implications of purchase versus pooling accounting. *Journal of Financial Statement Analysis* 2: 5-19.
- Vuong, Quang H. (1989) Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica* 57(2): 307-333.
- Warfield, Terry D. and John J. Wild (1992) Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns. *The Accounting Review* 67(4): 821-842.
- White, Halbert (1980) A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48(4): 817-838.
- Yang, J. M. (1927) *Goodwill and other intangibles: their significance and treatment in accounts*. Ronald Press.
- Zhang, Ivy and Yong Zhang (2007) Accounting discretion and purchase price allocation after acquisitions. working paper, University of Minnesota.
- 薄井彰 (2003) 「会計利益と株主資本の株価関連性：実証的証拠」『経済志林』70(4): 231-247.
- . (2005) 「会計情報の価値関連性と信頼性について」『會計』167(5): 18-33.
- 梅原秀継 (2000) 『のれん会計の理論と制度：無形資産および企業結合会計基準の国際比較』白桃書房.
- 大蔵省 (1965) 「減価償却資産の耐用年数等に関する省令」(2010年3月31日更新版) 大蔵省(財務省) .
- 太田浩司 (2003) 「価値関連研究におけるモデル特定化問題」『関西大学商学論集』48(2): 95-128.
- ., 松尾精彦 (2004) 「Vuong (1989) 検定の理論と応用 —会計利益とキャッシュフローの情報内容—」『武蔵大学論集』52(1): 39-75.
- 大日方隆 (2002) 「利益、損失および純資産簿価情報の Relevance(1) —年度別クロス・セクション分析—」ワーキングペーパー, 東京大学日本経済国際共同研究センター.
- . (2006) 「連結制度改革と連結情報の価値関連性」ワーキングペーパー, 東京大学日本経済国際共同研究センター.

- . (2007) 『アドバンスト財務会計 理論と実証分析』 中央経済社.
- ., 岡田隆子 (2008) 「減損計上企業の会計行動」 ワーキングペーパー, 東京大学日本
経済国際共同研究センター.
- 加古宜士 (2006) 『財務会計概論 [第 8 版]』 中央経済社.
- 川本淳 (2007) 「のれん会計の実証研究に対する一考察」 『會計』 172(1): 25-39.
- 企業会計基準委員会 (2006) 討議資料「財務会計の概念フレームワーク」 ASBJ.
- . (2008) 企業会計基準第 21 号「企業結合に関する会計基準」 ASBJ.
- . (2009) 論点整理「企業結合会計の見直しに関する論点の整理」 ASBJ.
- 国税庁 (1940) 「基本通達・法人税法」 (2009 年 12 月 28 日更新版) 国税庁.
- 斎藤静樹 (2010) 『企業会計とディスクロージャー [第 4 版]』 東京大学出版会.
- 辻山栄子 (2003) 「会計情報の機能と業績報告 —発生主義会計の含意と実証研究—」 『早稲田
商学』 398: 251-272.
- 俊野雅司 (2003) 「行動ファイナンスの有効性」 『証券アナリストジャーナル』 41(2): 5-21.
- 永田京子 (2002) 「連結財務諸表上の「のれん」に対するわが国証券市場の評価」 『企業会計』
54(2): 114-121.
- 日本公認会計士協会 (1998) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 500 社の実態分析 [平成
10 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (1999) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 500 社の実態分析 [平成
11 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2000) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 500 社の実態分析 [平成
12 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2001) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成
13 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2002) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成
14 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2003) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成
15 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2004) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成
16 年版]』 中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2005) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成

- 17 年版]』中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2006) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成 18 年版]』中央経済社.
- 日本公認会計士協会 (2007) 『決算開示トレンド：有価証券報告書 300 社の実態分析 [平成 19 年版]』中央経済社.
- 福井義高 (2008) 『会計測定の新評価』中央経済社.
- 松尾精彦 (2004) 「Vuong test とその正規線形モデルへの適用法」『経済論集』54(1): 39-60.
- . (2006) 「正規線形内包モデルと Vuong 検定」『経済論集』55(4): 31-46.
- 蓑谷千風彦 (2003) 『数量経済分析シリーズ <第 1 巻> 計量経済学 [第 2 版]』多賀出版.
- 八重倉孝 (2007) 「概念フレームワークと実証研究」斎藤静樹編『詳細「討議資料■財務会計の概念フレームワーク」(第 2 版)』中央経済社.
- 山内暁 (2010) 『暖簾の会計』中央経済社.
- 山地範明 (2008) 「連結のれんと連結のれん償却費の価値関連性に関する実証研究」『ビジネス & アカウンティングレビュー』3: 39-50.

Appendix A — 永田（2002）・山地（2008）・Jennings et al. (2001) の比較表 —

	サンプル期間	対象市場	データベース	対象業種	サンプル サイズ	外れ値の処理	その他 サンプルの特徴
永田（2002）	1997 年 3 月期 ～1999 年 3 月期	東証 1・2 部	—	金融を除く全業種	316 (1997) 352 (1998) 268 (1999) ¹⁰⁶	各変数について平均値から $\pm 3\sigma$ を超える観測値をサンプルから除外	特になし
山地（2008）	2002 年 3 月期 ～2005 年 3 月期	東証 1・2 部 マザーズ ヘラクレス ジャスダック	日経財務データ CD-ROM (日本経済新聞社) 株価 CD-ROM (東洋経済新報社)	金融・証券・保険業を除く全業種	各期とも 225	各変数について平均値から $\pm 3\sigma$ を超える観測値をサンプルから除外	4 年間にわたってのれん償却費を連続して公表していること
Jennings et al. (2001)	1993 年 12 月期 ～1998 年 12 月期	NYSE Amex Nasdaq	Compustat database (Standard & Poor's)	製造業・鉱業・小売業および非金融サービス業	355 (1993) 440 (1994) 464 (1995) 529 (1996) 550 (1997) 469 (1998)	—	継続事業による損益がマイナスのサンプルは除外していること、のれん償却費はデータベースにないため推定していること

¹⁰⁶ 分析 1 の数値。分析 2 については 311 (1997)・333 (1998)・257 (1999) である。なお山地（2008）および Jennings et al. (2001) については分析 1・2 ともサンプルサイズは同じ。

	分析 1		分析 2	
	回帰モデル	$\overline{R^2}$ の比較と Vuong (1989) 検定の結果 ¹⁰⁷	回帰モデル	のれん償却費 GWA の回帰係数の推定結果
永田 (2002)	〔償却費控除後利益〕 $P_{it} = a_0 + a_1 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$ 〔償却費控除前利益〕 $p_{it} = a_2 + a_3 EPSBG_{it} + \varepsilon_{it}$	3 期とも $\overline{R_A^2} < \overline{R_B^2}$ Vuong (1989) 検定は実施していない	$R_{it} = a_4 + a_5 \frac{EPSBG_{it}}{P_{it-1}} + a_6 \frac{GWA_{it}}{P_{it-1}} + \varepsilon_{it}$	a_6 の符号の向きは 2 期プラス、1 期マイナス 3 期中 2 期は統計的に有意でない
山地 (2008)	〔償却費控除後利益〕 $P_{it} = b_0 + b_1 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$ 〔償却費控除前利益〕 $p_{it} = b_2 + b_2 EPSBG_{it} + \varepsilon_{it}$	4 期とも $\overline{R_A^2} > \overline{R_B^2}$ Vuong (1989) 検定は 10% (2002)・5% (2003 / 2004)・1% (2005) 水準で有意	$p_{it} = b_4 + b_5 EPSBG_{it} + b_6 GWA_{it} + \varepsilon_{it}$	b_6 の符号の向きは 4 期すべてプラス 4 期とも 1%水準で有意
Jennings et al. (2001)	〔償却費控除後利益〕 $P_{it} = c_0 + c_1 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$ 〔償却費控除前利益〕 $p_{it} = c_2 + c_3 EPSBG_{it} + \varepsilon_{it}$	6 期とも $\overline{R_A^2} < \overline{R_B^2}$ Vuong (1989) 検定は各期とも conventional confidence level で有意	$p_{it} = c_4 + c_5 EPSBG_{it} + c_6 GWA_{it} + \varepsilon_{it}$	c_6 の符号の向きは 6 期すべてプラス 6 期とも統計的に有意ではない

〔回帰式に用いられている変数の意味〕

P_{it} : i 社の t 期末株価 / EPS_{it} : i 社の t 期における 1 株当たり純利益 / $EPSBG_{it}$: i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却費控除前純利益 / ε_{it} : 誤差項
 R_{it} : 次式により計算される年次リターン $R_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ / GWA_{it} : i 社の t 期における 1 株当たりのれん償却額 / D_{it} : i 社の t 期における配当金額

¹⁰⁷ ここでは、のれん償却費控除後利益を説明変数においた回帰モデルから得られた自由度調整済み決定係数を $\overline{R_A^2}$ 、のれん償却費控除前利益を説明変数においた回帰モデルから得られた自由度調整済み決定係数を $\overline{R_B^2}$ と表記する。

Appendix B — サンプルサイズと記述統計量 —

Table B1 : サンプルサイズ

	主題 1		主題 2		主題 3		追加的検証 1		追加的 検証 2	追加的 検証 3	追加的 検証 4
	分析 1	分析 2	分析 1	分析 2	分析 1	分析 2	分析 1	分析 2			
1995	194	194	194	194	193	193	160	160	160	160	95
1996	206	206	206	206	204	204	167	167	167	167	122
1997	221	221	221	221	220	220	187	187	187	187	128
1998	249	247	249	247	248	246	193	193	193	193	133
1999	190	185	190	185	186	181	157	157	157	157	105
2000	219	216	219	216	217	214	174	174	174	174	103
2001	224	224	224	224	224	224	185	185	185	185	124
2002	226	224	226	224	223	221	191	191	191	191	127
2003	219	218	219	218	219	218	185	185	185	185	138
2004	220	220	220	220	220	220	188	188	188	188	126
2005	230	227	230	227	230	227	206	206	206	206	141
2006	258	258	258	258	258	258	234	234	234	234	174
2007	288	288	288	288	287	287	262	262	262	262	145
2008	201	201	201	201	201	201	193	193	193	193	137
2009	176	174	176	174	174	172	166	166	166	166	130

Table B2：記述統計量

〔主題 1 分析 1〕

		Mean	Median	Maximum	Minimum	St. Dev.
1995	P	0.8439	0.8391	1.1732	0.4785	0.1237
	EPS	0.0079	0.0149	0.1416	-0.3327	0.0471
	EPSBG	0.0100	0.0171	0.1562	-0.3240	0.0463
1996	P	1.2714	1.2496	1.9209	0.8450	0.1831
	EPS	0.0166	0.0249	0.1885	-0.4070	0.0559
	EPSBG	0.0189	0.0258	0.1908	-0.3902	0.0555
1997	P	0.8039	0.7919	1.3495	0.3831	0.1908
	EPS	0.0218	0.0244	0.2509	-0.2489	0.0446
	EPSBG	0.0234	0.0259	0.2514	-0.2487	0.0446
1998	P	0.8058	0.7710	1.4299	0.3281	0.2322
	EPS	0.0176	0.0283	0.5327	-0.5729	0.0846
	EPSBG	0.0203	0.0295	0.5368	-0.5728	0.0844
1999	P	0.9589	0.9123	1.9701	0.5381	0.2631
	EPS	-0.0172	0.0130	0.2116	-0.3758	0.0971
	EPSBG	-0.0138	0.0151	0.2261	-0.3747	0.0963
2000	P	1.0785	0.9637	2.6951	0.5255	0.4369
	EPS	-0.0057	0.0280	0.4207	-0.6474	0.1278
	EPSBG	-0.0023	0.0297	0.4219	-0.6187	0.1272
2001	P	1.0091	0.9888	2.3141	0.1794	0.3406
	EPS	-0.0033	0.0289	0.4048	-1.0264	0.1658
	EPSBG	-0.0001	0.0339	0.4205	-1.0257	0.1660
2002	P	0.9236	0.9050	1.8543	0.2738	0.2621
	EPS	-0.0302	0.0221	0.5384	-2.0026	0.2449
	EPSBG	-0.0262	0.0252	0.5385	-1.9963	0.2447
2003	P	0.8942	0.8832	1.7395	0.2319	0.2793
	EPS	0.0213	0.0424	0.4198	-2.3599	0.2020
	EPSBG	0.0258	0.0448	0.4207	-2.3526	0.2025
2004	P	1.6524	1.4975	4.1042	0.7696	0.6268
	EPS	0.0928	0.0804	1.2900	-1.5274	0.1873
	EPSBG	0.0983	0.0830	1.2951	-1.5233	0.1875

2005	P	1.1608	1.1330	2.0796	0.5201	0.2657
	EPS	0.0587	0.0620	0.4043	-0.5466	0.0941
	EPSBG	0.0631	0.0652	0.4050	-0.5434	0.0932
2006	P	1.4208	1.3348	2.8760	0.4247	0.4198
	EPS	0.0536	0.0580	0.2214	-0.3367	0.0726
	EPSBG	0.0573	0.0616	0.2229	-0.3361	0.0721
2007	P	0.8886	0.8900	1.4408	0.1989	0.2166
	EPS	0.0376	0.0468	0.1698	-0.5719	0.0673
	EPSBG	0.0426	0.0498	0.1909	-0.5647	0.0673
2008	P	0.7030	0.6842	1.3615	0.2240	0.2013
	EPS	0.0315	0.0502	0.3344	-0.5595	0.0922
	EPSBG	0.0405	0.0539	0.3460	-0.5371	0.0878
2009	P	0.7507	0.7489	1.4329	0.0946	0.2381
	EPS	-0.0124	0.0232	0.3156	-0.5542	0.1286
	EPSBG	0.0016	0.0326	0.3217	-0.5252	0.1239

〔主題 1 分析 2〕

		Mean	Median	Maximum	Minimum	St. Dev.
1995	P	0.8439	0.8391	1.1732	0.4785	0.1237
	EPSBG	0.0100	0.0171	0.1562	-0.3240	0.0463
	GWA	0.0021	0.0007	0.0250	5.58E-06	0.0036
1996	P	1.2714	1.2496	1.9209	0.8450	0.1831
	EPSBG	0.0189	0.0258	0.1908	-0.3902	0.0555
	GWA	0.0023	0.0009	0.0241	7.45E-07	0.0039
1997	P	0.8039	0.7919	1.3495	0.3831	0.1908
	EPSBG	0.0234	0.0259	0.2514	-0.2487	0.0446
	GWA	0.0016	0.0005	0.0161	2.51E-06	0.0028
1998	P	0.8041	0.7705	1.4299	0.3281	0.2317
	EPSBG	0.0199	0.0295	0.5368	-0.5728	0.0845
	GWA	0.0021	0.0007	0.0296	6.40E-06	0.0037
1999	P	0.9599	0.9121	1.9701	0.5381	0.2649
	EPSBG	-0.0134	0.0156	0.2261	-0.3747	0.0939
	GWA	0.0028	0.0013	0.0200	1.13E-05	0.0038
2000	P	1.0804	0.9677	2.6951	0.5255	0.4393
	EPSBG	-0.0008	0.0298	0.4219	-0.4532	0.1195
	GWA	0.0030	0.0013	0.0211	6.94E-06	0.0039
2001	P	1.0091	0.9888	2.3141	0.1794	0.3406
	EPSBG	-0.0001	0.0339	0.4205	-1.0257	0.1660
	GWA	0.0031	0.0015	0.0243	1.49E-06	0.0041
2002	P	0.9223	0.9030	1.8543	0.2738	0.2628
	EPSBG	-0.0279	0.0248	0.5385	-1.9963	0.2451
	GWA	0.0034	0.0015	0.0289	3.01E-06	0.0049
2003	P	0.8937	0.8820	1.7395	0.2319	0.2799
	EPSBG	0.0245	0.0446	0.4207	-2.3526	0.2020
	GWA	0.0040	0.0017	0.0403	9.41E-07	0.0056
2004	P	1.6524	1.4975	4.1042	0.7696	0.6268
	EPSBG	0.0983	0.0830	1.2951	-1.5233	0.1875
	GWA	0.0055	0.0021	0.0735	1.03E-06	0.0094

2005	P	1.1559	1.1284	2.0796	0.5201	0.2632
	EPSBG	0.0630	0.0651	0.4050	-0.5434	0.0916
	GWA	0.0037	0.0014	0.0435	5.89E-06	0.0059
2006	P	1.4208	1.3348	2.8760	0.4247	0.4198
	EPSBG	0.0573	0.0616	0.2229	-0.3361	0.0721
	GWA	0.0037	0.0016	0.0531	6.13E-06	0.0060
2007	P	0.8886	0.8900	1.4408	0.1989	0.2166
	EPSBG	0.0426	0.0498	0.1909	-0.5647	0.0673
	GWA	0.0050	0.0016	0.1655	4.25E-06	0.0135
2008	P	0.7030	0.6842	1.3615	0.2240	0.2013
	EPSBG	0.0405	0.0539	0.3460	-0.5371	0.0878
	GWA	0.0090	0.0030	0.3739	3.53E-06	0.0289
2009	P	0.7516	0.7495	1.4329	0.0946	0.2392
	EPSBG	0.0005	0.0326	0.3217	-0.5252	0.1238
	GWA	0.0107	0.0053	0.0816	4.84E-05	0.0148

〔追加的検証 1-3〕

		Mean	Median	Maximum	Minimum	St. Dev.
1995	P	0.8460	0.8420	1.1732	0.4785	0.1217
	EPS	0.0072	0.0136	0.1416	-0.3327	0.0484
	EPSBG	0.0096	0.0169	0.1562	-0.3240	0.0477
	GWA	0.0024	0.0011	0.0250	5.58E-06	0.0037
	Δ GW	0.0009	0.0001	0.0806	-0.0492	0.0090
1996	P	1.2727	1.2492	1.9209	0.9086	0.1841
	EPS	0.0161	0.0252	0.1694	-0.4070	0.0563
	EPSBG	0.0187	0.0260	0.1836	-0.3902	0.0558
	GWA	0.0026	0.0012	0.0205	4.46E-06	0.0039
	Δ GW	0.0007	0.0005	0.0205	-0.0578	0.0072
1997	P	0.7936	0.7848	1.3495	0.3831	0.1871
	EPS	0.0204	0.0234	0.2509	-0.2489	0.0415
	EPSBG	0.0223	0.0246	0.2514	-0.2487	0.0416
	GWA	0.0018	0.0006	0.0161	3.52E-06	0.0029
	Δ GW	-0.0008	0.0001	0.0127	-0.0645	0.0076
1998	P	0.7889	0.7589	1.4244	0.3281	0.2221
	EPS	0.0113	0.0278	0.2217	-0.5729	0.0819
	EPSBG	0.0137	0.0285	0.2240	-0.5728	0.0815
	GWA	0.0024	0.0009	0.0296	1.09E-05	0.0040
	Δ GW	-0.0013	0.0003	0.0205	-0.0732	0.0110
1999	P	0.9481	0.9058	1.9701	0.5381	0.2564
	EPS	-0.0174	0.0138	0.2116	-0.3758	0.0973
	EPSBG	-0.0143	0.0156	0.2261	-0.3747	0.0970
	GWA	0.0031	0.0016	0.0200	1.13E-05	0.0041
	Δ GW	-0.0015	0.0004	0.0922	-0.1238	0.0168
2000	P	1.0946	0.9825	2.6951	0.5255	0.4493
	EPS	-0.0053	0.0254	0.4207	-0.4689	0.1210
	EPSBG	-0.0020	0.0272	0.4219	-0.4532	0.1204
	GWA	0.0033	0.0017	0.0211	6.94E-06	0.0042
	Δ GW	-0.0057	0.0003	0.0196	-0.2750	0.0305

2001	P	0.9997	0.9760	2.3141	0.1794	0.3344
	EPS	0.0070	0.0305	0.4048	-0.7796	0.1346
	EPSBG	0.0104	0.0345	0.4205	-0.7768	0.1346
	GWA	0.0035	0.0018	0.0243	3.44E-06	0.0044
	Δ GW	-0.0022	0.0005	0.0296	-0.2243	0.0232
2002	P	0.9206	0.9036	1.8543	0.2738	0.2742
	EPS	-0.0268	0.0212	0.5384	-2.0026	0.2381
	EPSBG	-0.0230	0.0245	0.5385	-1.9963	0.2373
	GWA	0.0038	0.0019	0.0289	3.01E-06	0.0051
	Δ GW	-0.0017	0.0004	0.1356	-0.1132	0.0179
2003	P	0.9012	0.8942	1.7395	0.2852	0.2810
	EPS	0.0180	0.0377	0.4198	-2.3599	0.2039
	EPSBG	0.0225	0.0421	0.4207	-2.3526	0.2039
	GWA	0.0045	0.0022	0.0403	9.41E-07	0.0059
	Δ GW	0.0026	0.0013	0.1706	-0.3074	0.0308
2004	P	1.6457	1.4803	4.1042	0.7696	0.6429
	EPS	0.0990	0.0804	1.2900	-0.5266	0.1565
	EPSBG	0.1047	0.0830	1.2951	-0.4927	0.1572
	GWA	0.0056	0.0025	0.0509	9.55E-06	0.0083
	Δ GW	-0.0072	0.0009	0.1913	-0.5151	0.0517
2005	P	1.1550	1.1259	2.0796	0.5201	0.2691
	EPS	0.0580	0.0620	0.4043	-0.5466	0.0961
	EPSBG	0.0619	0.0649	0.4050	-0.5434	0.0955
	GWA	0.0039	0.0017	0.0435	5.89E-06	0.0061
	Δ GW	-0.0063	0.0008	0.1349	-0.3755	0.0413
2006	P	1.4220	1.3368	2.8760	0.4247	0.4178
	EPS	0.0539	0.0577	0.2192	-0.3367	0.0669
	EPSBG	0.0578	0.0612	0.2229	-0.3361	0.0669
	GWA	0.0038	0.0018	0.0531	6.13E-06	0.0059
	Δ GW	-0.0032	0.0007	0.0313	-0.4508	0.0338
2007	P	0.8842	0.8764	1.4408	0.1989	0.2192
	EPS	0.0359	0.0454	0.1698	-0.5719	0.0696
	EPSBG	0.0413	0.0492	0.1909	-0.5647	0.0697
	GWA	0.0054	0.0018	0.1655	4.25E-06	0.0141
	Δ GW	-0.0108	0.0001	0.1066	-0.4092	0.0421

2008	P	0.7046	0.6863	1.3615	0.2240	0.2031
	EPS	0.0336	0.0501	0.3344	-0.5595	0.0843
	EPSBG	0.0429	0.0536	0.3460	-0.5190	0.0792
	GWA	0.0093	0.0032	0.3739	1.73E-05	0.0294
	Δ GW	-0.0022	0.0016	0.3760	-0.4889	0.0627
2009	P	0.7470	0.7489	1.4329	0.0946	0.2425
	EPS	-0.0134	0.0212	0.3156	-0.5542	0.1281
	EPSBG	-0.0024	0.0295	0.3217	-0.5252	0.1260
	GWA	0.0110	0.0056	0.0816	4.84E-05	0.0149
	Δ GW	0.0117	0.0041	0.6169	-0.3343	0.0675

〔追加的検証 4〕

		Mean	Median	Maximum	Minimum	St. Dev.
1995	P	0.8427	0.8421	1.1537	0.4785	0.1101
	EPSBG	0.0114	0.0187	0.1562	-0.3240	0.0554
	GWA	0.0030	0.0015	0.0250	5.58E-06	0.0043
1996	P	1.2537	1.2287	1.8208	0.9336	0.1604
	EPSBG	0.0248	0.0271	0.1836	-0.1115	0.0369
	GWA	0.0026	0.0013	0.0205	4.46E-06	0.0038
1997	P	0.7815	0.7832	1.3495	0.3831	0.1775
	EPSBG	0.0203	0.0238	0.1497	-0.1493	0.0349
	GWA	0.0017	0.0006	0.0155	3.52E-06	0.0027
1998	P	0.7814	0.7436	1.4244	0.3281	0.2134
	EPSBG	0.0174	0.0316	0.2240	-0.5728	0.0865
	GWA	0.0022	0.0008	0.0206	1.09E-05	0.0035
1999	P	0.9268	0.8797	1.6535	0.5433	0.2474
	EPSBG	-0.0200	0.0123	0.1292	-0.3747	0.0942
	GWA	0.0030	0.0015	0.0162	1.38E-05	0.0037
2000	P	1.0845	0.9788	2.6951	0.5307	0.4390
	EPSBG	-0.0068	0.0268	0.4219	-0.4532	0.1293
	GWA	0.0034	0.0018	0.0159	6.94E-06	0.0040
2001	P	0.9996	0.9727	2.3141	0.1794	0.3352
	EPSBG	-0.0028	0.0319	0.2046	-0.7768	0.1416
	GWA	0.0037	0.0017	0.0243	3.44E-06	0.0047
2002	P	0.9442	0.9194	1.8543	0.2824	0.2904
	EPSBG	-0.0285	0.0220	0.5385	-1.9963	0.2739
	GWA	0.0038	0.0018	0.0273	3.01E-06	0.0053
2003	P	0.8830	0.8745	1.7395	0.2852	0.2879
	EPSBG	0.0327	0.0388	0.2978	-0.3217	0.0921
	GWA	0.0048	0.0022	0.0403	1.73E-05	0.0062
2004	P	1.6965	1.5036	4.1042	0.8217	0.6856
	EPSBG	0.1119	0.0880	1.2951	-0.4927	0.1760
	GWA	0.0051	0.0024	0.0509	1.73E-05	0.0077

2005	P	1.1674	1.1452	2.0796	0.5201	0.2714
	EPSBG	0.0632	0.0666	0.4050	-0.5434	0.1092
	GWA	0.0042	0.0018	0.0394	5.89E-06	0.0059
2006	P	1.3936	1.3336	2.8536	0.4247	0.3788
	EPSBG	0.0570	0.0611	0.2229	-0.3361	0.0726
	GWA	0.0032	0.0016	0.0286	6.13E-06	0.0045
2007	P	0.8587	0.8612	1.4408	0.1989	0.2105
	EPSBG	0.0379	0.0526	0.1395	-0.5647	0.0843
	GWA	0.0043	0.0018	0.0351	4.25E-06	0.0066
2008	P	0.7035	0.6752	1.3350	0.2240	0.2061
	EPSBG	0.0402	0.0536	0.3460	-0.5190	0.0860
	GWA	0.0103	0.0031	0.3739	1.73E-05	0.0342
2009	P	0.7543	0.7469	1.4329	0.0946	0.2475
	EPSBG	-0.0042	0.0301	0.3217	-0.5252	0.1254
	GWA	0.0107	0.0060	0.0816	4.84E-05	0.0144

Appendix C — 主題 1～主題 3 に関する実証結果 —

Table C1 : 〔主題 1 分析 1 (M1A)〕 EPS の回帰の結果

		切片	EPS	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.842 (91.420)***	0.298 (1.257)	0.0077	-1.3395	194
1996	Estimate (t-stat.)	1.264 (92.518)***	0.468 (1.708)*	0.0156	-0.5640	206
1997	Estimate (t-stat.)	0.760 (60.788)***	2.020 (8.126)***	0.2198	-0.7148	221
1998	Estimate (t-stat.)	0.789 (59.219)***	0.958 (3.996)***	0.1182	-0.2005	249
1999	Estimate (t-stat.)	0.974 (51.748)***	0.860 (5.129)***	0.0961	0.0772	190
2000	Estimate (t-stat.)	1.083 (37.193)***	0.754 (3.760)***	0.0443	1.1454	219
2001	Estimate (t-stat.)	1.010 (44.642)***	0.288 (2.224)**	0.0152	0.6673	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.932 (54.726)***	0.287 (2.435)**	0.0678	0.0981	226
2003	Estimate (t-stat.)	0.890 (46.171)***	0.201 (1.416)	0.0167	0.2794	219
2004	Estimate (t-stat.)	1.545 (22.817)***	1.157 (2.150)**	0.1194	1.7901	220
2005	Estimate (t-stat.)	1.108 (48.957)***	0.907 (3.736)***	0.0991	0.0916	230
2006	Estimate (t-stat.)	1.294 (41.884)***	2.363 (6.098)	0.1638	0.9310	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.838 (58.061)***	1.347 (6.840)***	0.1720	-0.4032	288
2008	Estimate (t-stat.)	0.685 (45.325)***	0.587 (3.378)***	0.0676	-0.4276	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.757 (43.257)***	0.521 (4.179)***	0.0740	-0.0982	176

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPS}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M1A)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table C2 : 〔主題 1 分析 1 (M1B)〕 EPSBG の回帰の結果

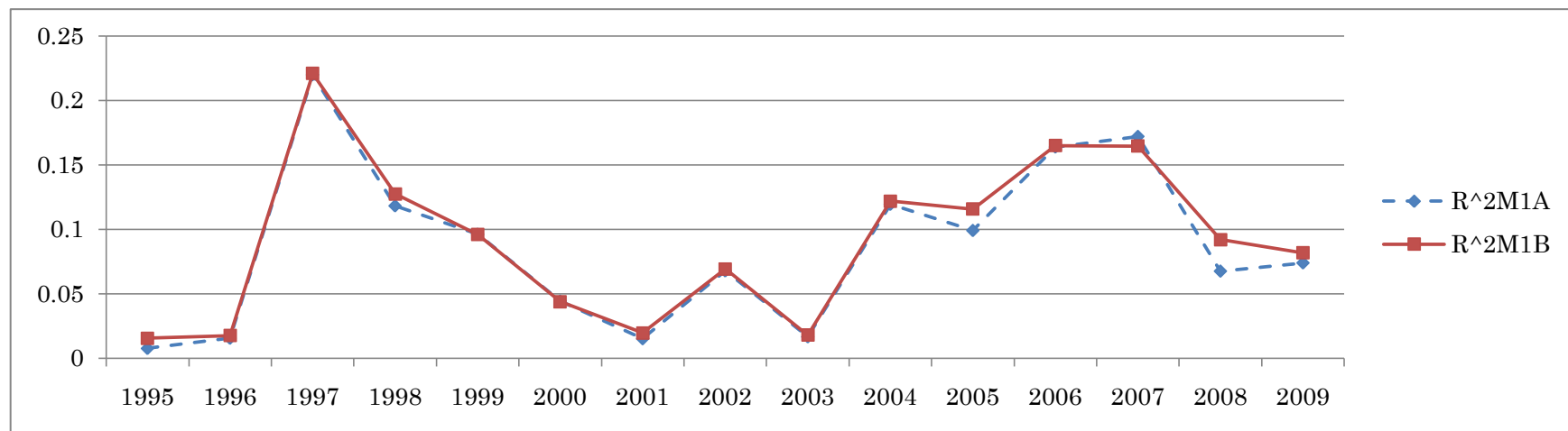
		切片	EPSBG	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.841 (89.572)***	0.335 (1.366)	0.0157	-1.3423	194
1996	Estimate (t-stat.)	1.262 (90.299)***	0.494 (1.765)**	0.0176	-0.5660	206
1997	Estimate (t-stat.)	0.756 (59.632)***	2.024 (8.012)***	0.2208	-0.7161	221
1998	Estimate (t-stat.)	0.786 (59.265)***	0.995 (4.026)***	0.1274	-0.2110	249
1999	Estimate (t-stat.)	0.971 (52.077)***	0.867 (5.163)***	0.0960	0.0773	190
2000	Estimate (t-stat.)	1.080 (37.302)***	0.756 (3.767)***	0.0440	1.1457	219
2001	Estimate (t-stat.)	1.009 (44.687)***	0.289 (2.231)**	0.0198	0.6771	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.931 (54.961)***	0.290 (2.440)**	0.0693	0.0964	226
2003	Estimate (t-stat.)	0.889 (45.658)***	0.207 (1.433)	0.0180	0.2780	219
2004	Estimate (t-stat.)	1.536 (21.802)***	1.186 (2.184)**	0.1219	1.7828	220
2005	Estimate (t-stat.)	1.099 (46.286)***	0.986 (3.887)***	0.1158	0.0728	230
2006	Estimate (t-stat.)	1.284 (40.844)***	2.388 (6.214)***	0.1649	0.9297	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.832 (55.893)***	1.317 (6.911)***	0.1645	-0.3942	288
2008	Estimate (t-stat.)	0.674 (43.388)***	0.712 (3.859)***	0.0920	-0.4542	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.750 (43.654)***	0.567 (4.505)***	0.0818	-0.1067	176

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_2 + \alpha_3 \text{EPSBG}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M1B)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure C1 : [主題 1 分析 1] EPS の回帰の $\overline{R^2}(M1A) \cdot AIC(M1A)$ と EPSBG の回帰の $\overline{R^2}(M1B) \cdot AIC(M1B)$ の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M1A	0.0077	0.0156	0.2198	0.1182	0.0961	0.0443	0.0152	0.0678	0.0167	0.1194	0.0991	0.1638	0.1720	0.0676	0.0740
R^2M1B	0.0157	0.0176	0.2208	0.1274	0.0960	0.0440	0.0198	0.0693	0.0180	0.1219	0.1158	0.1649	0.1645	0.0920	0.0818
M1A-M1B	-0.0080	-0.0020	-0.0010	-0.0092	0.0001	0.0003	-0.0046	-0.0015	-0.0013	-0.0025	-0.0167	-0.0011	0.0075	-0.0244	-0.0078



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM1A	-1.3395	-0.5640	-0.7148	-0.2005	0.0772	1.1454	0.6673	0.0981	0.2794	1.7901	0.0916	0.9310	-0.4032	-0.4276	-0.0982
AICM1B	-1.3423	-0.5660	-0.7161	-0.2110	0.0773	1.1457	0.6771	0.0964	0.2780	1.7828	0.0728	0.9297	-0.3942	-0.4542	-0.1067
M1A-M1B	0.0028	0.0021	0.0013	0.0104	-0.0001	-0.0002	-0.0098	0.0017	0.0013	0.0074	0.0187	0.0014	-0.0090	0.0266	0.0085

Table C3 : 〔主題 1 分析 2 (M2)〕 EPSBG + GWA の回帰の結果

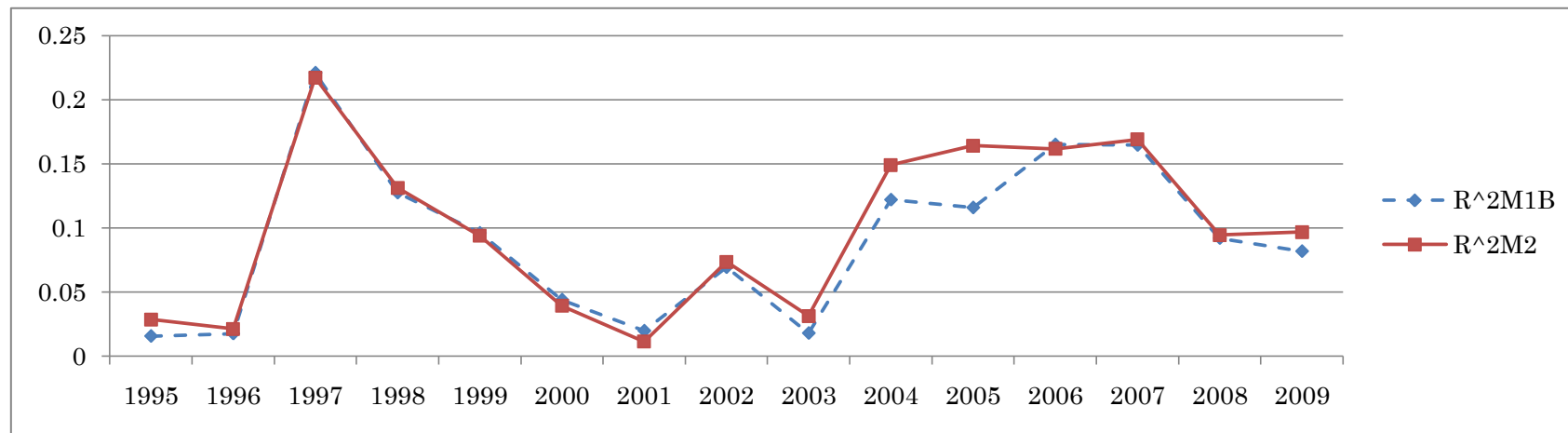
		切片	EPSBG	GWA	R ²	AIC	N
1995	Estimate	0.829	0.413	5.375	0.0287	-1.3557	194
	(t-stat.)	(77.944)***	(1.796)*	(2.546)**			
1996	Estimate	1.252	0.514	4.287	0.0213	-0.5650	206
	(t-stat.)	(75.431)***	(1.866)**	(1.455)			
1997	Estimate	0.756	2.024	0.139	0.2172	-0.7071	221
	(t-stat.)	(53.911)***	(8.005)***	(0.033)			
1998	Estimate	0.771	0.997	6.544	0.1313	-0.2153	247
	(t-stat.)	(50.623)***	(3.955)***	(1.540)			
1999	Estimate	0.976	0.902	-1.499	0.0940	0.0984	185
	(t-stat.)	(41.069)***	(5.057)***	(-0.394)			
2000	Estimate	1.081	0.807	-0.031	0.0393	1.1665	216
	(t-stat.)	(29.181)***	(3.493)***	(-0.005)			
2001	Estimate	1.004	0.286	1.757	0.0114	0.6856	224
	(t-stat.)	(33.997)***	(2.202)**	(0.378)			
2002	Estimate	0.913	0.300	5.353	0.0737	0.1015	224
	(t-stat.)	(45.985)***	(2.420)**	(1.517)			
2003	Estimate	0.862	0.203	6.743	0.0315	0.2726	218
	(t-stat.)	(37.735)***	(1.464)	(1.924)*			
2004	Estimate	1.473	1.158	11.761	0.1490	1.7559	220
	(t-stat.)	(21.094)***	(2.158)**	(1.742)*			
2005	Estimate	1.053	1.059	9.676	0.1642	0.0021	227
	(t-stat.)	(38.205)***	(4.083)***	(2.906)***			
2006	Estimate	1.284	2.388	0.003	0.1616	0.9374	258
	(t-stat.)	(33.902)***	(6.208)***	(0.001)			
2007	Estimate	0.838	1.346	-1.397	0.1691	-0.3963	288
	(t-stat.)	(52.043)***	(6.756)***	(-1.121)			
2008	Estimate	0.669	0.711	0.587	0.0946	-0.4522	201
	(t-stat.)	(42.277)***	(3.864)***	(2.414)**			
2009	Estimate	0.728	0.599	2.208	0.0969	-0.1075	174
	(t-stat.)	(33.534)***	(4.996)***	(2.066)**			

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_4 + \alpha_5 \text{EPSBG}_{it} + \alpha_6 \text{GWA}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M2)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure C2 : [主題 1 分析 2 の追加課題] EPSBG の回帰の $\overline{R^2}(M1B) \cdot AIC(M1B)$ と EPSBG+GWA の回帰の $\overline{R^2}(M2) \cdot AIC(M2)$ の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M1B	0.0157	0.0176	0.2208	0.1274	0.096	0.044	0.0198	0.0693	0.018	0.1219	0.1158	0.1649	0.1645	0.0920	0.0818
R^2M2	0.0287	0.0213	0.2172	0.1313	0.094	0.0393	0.0114	0.0737	0.0315	0.1490	0.1642	0.1616	0.1691	0.0946	0.0969
M1B-M2	-0.013	-0.0037	0.0036	-0.0039	0.002	0.0047	0.0084	-0.0044	-0.0135	-0.0271	-0.0484	0.0033	-0.0046	-0.0026	-0.0151



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM1B	-1.3423	-0.5660	-0.7161	-0.2110	0.0773	1.1457	0.6771	0.0964	0.2780	1.7828	0.0728	0.9297	-0.3942	-0.4542	-0.1067
AICM2	-1.3557	-0.5650	-0.7071	-0.2153	0.0984	1.1665	0.6856	0.1015	0.2726	1.7559	0.0021	0.9374	-0.3963	-0.4522	-0.1075
M1B-M2	0.0134	-0.0010	-0.0090	0.0044	-0.0211	-0.0208	-0.0085	-0.0051	0.0055	0.0269	0.0708	-0.0078	0.0021	-0.0020	0.0008

Table C4 : 〔主題 2 分析 1 (M3A)〕 EPS+損失ダミーの回帰の結果

		切片	EPS	D _L EPS	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.817 (65.369)***	1.317 (3.326)***	-1.473 (-2.977)***	0.0384	-1.3657	194
1996	Estimate (t-stat.)	1.238 (70.380)***	1.202 (2.662)***	-1.158 (-1.836)*	0.0263	-0.5701	206
1997	Estimate (t-stat.)	0.725 (40.631)***	2.998 (5.563)***	-2.044 (-2.935)***	0.2521	-0.7526	221
1998	Estimate (t-stat.)	0.790 (30.283)***	0.944 (1.374)	0.023 (0.030)	0.1147	-0.1925	249
1999	Estimate (t-stat.)	0.920 (35.267)***	2.459 (3.777)***	-2.008 (-2.683)***	0.1265	0.0482	190
2000	Estimate (t-stat.)	1.035 (22.022)***	1.606 (1.881)*	-1.154 (-1.163)	0.0495	1.1445	219
2001	Estimate (t-stat.)	0.902 (28.380)***	2.200 (5.295)***	-2.342 (-4.957)***	0.1004	0.5912	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.850 (42.795)***	1.975 (5.597)***	-1.894 (-4.985)***	0.2205	-0.0764	226
2003	Estimate (t-stat.)	0.813 (32.203)***	1.433 (5.473)***	-1.447 (5.328)***	0.0986	0.1968	219
2004	Estimate (t-stat.)	1.358 (28.107)***	2.547 (6.562)***	-3.152 (-6.094)***	0.2797	1.5892	220
2005	Estimate (t-stat.)	1.007 (33.503)***	2.112 (5.631)***	-2.312 (-4.783)***	0.1936	-0.0150	230
2006	Estimate (t-stat.)	1.165 (25.736)***	4.054 (6.555)***	-3.700 (-4.170)***	0.2101	0.8779	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.755 (29.935)***	2.997 (6.613)***	-2.259 (-4.187)***	0.2184	-0.4574	288
2008	Estimate (t-stat.)	0.652 (27.810)***	1.161 (2.833)***	-0.821 (-1.638)	0.0785	-0.4345	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.750 (28.295)***	0.657 (1.573)	-0.177 (-0.348)	0.0693	-0.0876	176

回帰モデル : $P_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS}_{it} + \beta_2 \text{Dummy}_{L\text{EPS}_{it}} + \varepsilon_{it}$ (M3A)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table C5 : 〔主題 2 分析 1 (M3B)〕 EPSBG+損失ダミーの回帰の結果

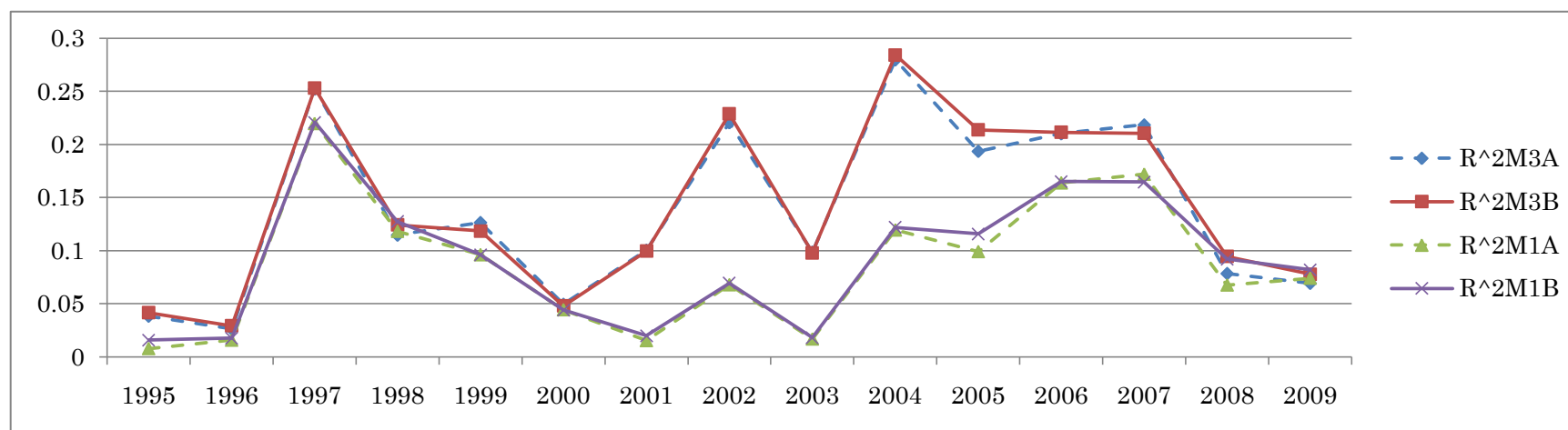
		切片	EPSBG	D _L EPSBG	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.816 (65.768)***	1.291 (3.482)***	-1.448 (-3.007)***	0.0415	-1.3690	194
1996	Estimate (t-stat.)	1.235 (69.120)***	1.209 (2.738)***	-1.174 (-1.839)*	0.0292	-0.5731	206
1997	Estimate (t-stat.)	0.721 (39.617)***	2.987 (5.594)***	-2.050 (-2.951)***	0.2530	-0.7538	221
1998	Estimate (t-stat.)	0.782 (28.553)***	1.060 (1.495)	-0.112 (-0.137)	0.1241	-0.2032	249
1999	Estimate (t-stat.)	0.924 (35.387)***	2.181 (3.571)***	-1.691 (-2.374)**	0.1184	0.0573	190
2000	Estimate (t-stat.)	1.036 (22.439)***	1.513 (1.922)*	-1.050 (-1.136)	0.0479	1.1461	219
2001	Estimate (t-stat.)	0.900 (27.827)***	2.132 (5.188)***	-2.281	0.0995	0.5923	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.844 (42.692)***	1.965 (5.829)***	-1.892 (-5.187)***	0.2286	-0.0869	226
2003	Estimate (t-stat.)	0.813 (32.022)***	1.362 (5.392)***	-1.373 (-5.225)***	0.0978	0.1978	219
2004	Estimate (t-stat.)	1.349 (27.928)***	2.529 (6.589)***	-3.138 (-6.144)***	0.2842	1.5829	220
2005	Estimate (t-stat.)	0.995 (32.147)***	2.173 (5.823)***	-2.377 (-4.969)***	0.2137	-0.0402	230
2006	Estimate (t-stat.)	1.152 (25.552)***	4.048 (6.734)***	-3.769 (-4.303)***	0.2114	0.8762	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.7510 (30.498)***	2.813 (6.952)***	-2.115 (-4.308)***	0.2105	-0.4474	288
2008	Estimate (t-stat.)	0.653 (27.803)***	1.058 (2.835)***	-0.532 (-1.102)	0.0944	-0.4519	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.740 (28.538)***	0.729 (2.030)**	-0.224 (-0.498)	0.0778	-0.0967	176

回帰モデル : $P_{it} = \beta_3 + \beta_4 \text{EPSBG}_{it} + \beta_5 \text{Dummy}_{L\text{EPSBG}_{it}} + \varepsilon_{it}$ (M3B)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure C3 : 〔主題 2 分析 1〕 EPS+損失ダミーの回帰の $\overline{R^2}(M3A) \cdot AIC(M3A)$ と EPSBG+損失ダミーの回帰の $\overline{R^2}(M3B) \cdot AIC(M3B)$ の比較
(グラフ内で主題 1 分析 1 との比較を含む)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M3A	0.0384	0.0263	0.2521	0.1147	0.1265	0.0495	0.1004	0.2205	0.0986	0.2797	0.1936	0.2101	0.2184	0.0785	0.0693
R^2M3B	0.0415	0.0292	0.253	0.1241	0.1184	0.0479	0.0995	0.2286	0.0978	0.2842	0.2137	0.2114	0.2105	0.0944	0.0778
M3A-M3B	-0.0031	-0.0029	-0.0009	-0.0094	0.0081	0.0016	0.0009	-0.0081	0.0008	-0.0045	-0.0201	-0.0013	0.0079	-0.0159	-0.0085



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM3A	-1.3657	-0.5701	-0.7526	-0.1925	0.0482	1.1445	0.5912	-0.0764	0.1968	1.5892	-0.0150	0.8779	-0.4574	-0.4345	-0.0876
AICM3B	-1.3690	-0.5731	-0.7538	-0.2032	0.0573	1.1461	0.5923	-0.0869	0.1978	1.5829	-0.0402	0.8762	-0.4474	-0.4519	-0.0967
M3A-M3B	0.0032	0.0030	0.0012	0.0107	-0.0092	-0.0016	-0.0010	0.0104	-0.0009	0.0063	0.0252	0.0017	-0.0100	0.0174	0.0091

Table C6 : 〔主題 2 分析 2 (M4)〕 EPSBG+ダミー変数+GWA の回帰の結果

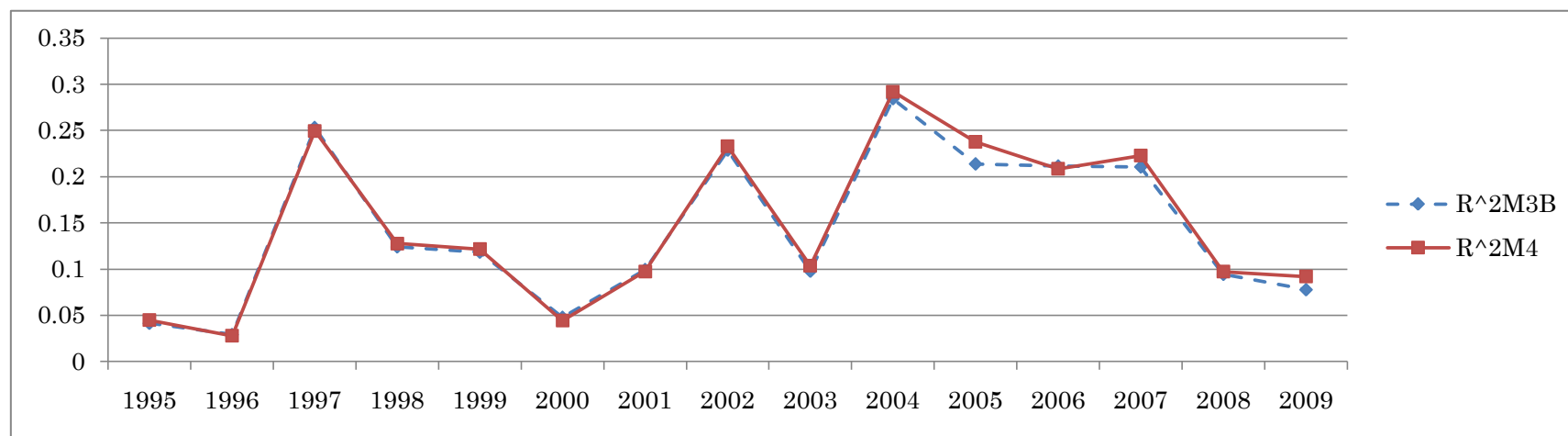
		切片	EPSBG	D _L EPSBG	GWA	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.813 (65.403)***	1.167 (2.780)***	-1.184 (-1.985)**	3.423 (1.164)	0.0447	-1.3673	194
1996	Estimate (t-stat.)	1.232 (65.788)***	1.128 (2.488)**	-1.019 (-1.477)	2.878 (0.897)	0.0280	-0.5671	206
1997	Estimate (t-stat.)	0.721 (37.154)***	2.988 (5.590)***	-2.051 (-2.950)***	-0.285 (-0.067)	0.2496	-0.7448	221
1998	Estimate (t-stat.)	0.773 (29.337)***	0.954 (1.371)	0.074 (0.091)	6.682 (1.513)	0.1278	-0.2074	247
1999	Estimate (t-stat.)	0.930 (33.083)***	2.462 (3.765)***	-1.995 (-2.578)**	-4.052 (-0.912)	0.1215	0.0729	185
2000	Estimate (t-stat.)	1.037 (19.739)***	1.675 (1.811)*	-1.236 (-1.105)	-2.124 (-0.305)	0.0443	1.1657	216
2001	Estimate (t-stat.)	0.908 (25.514)***	2.200 (5.451)***	-2.357 (-5.105)***	-3.755 (-0.800)	0.0974	0.5990	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.830 (38.110)***	2.000 (5.698)***	-1.916 (-5.047)***	4.185 (1.203)	0.2328	-0.0825	224
2003	Estimate (t-stat.)	0.797 (28.333)***	1.362 (4.940)***	-1.366 (-4.767)***	4.284 (1.052)	0.1036	0.1997	218
2004	Estimate (t-stat.)	1.320 (24.500)***	2.449 (6.732)***	-2.990 (-6.583)***	7.049 (1.068)	0.2918	1.5768	220
2005	Estimate (t-stat.)	0.970 (30.112)***	2.102 (5.921)***	-2.082 (-4.663)***	8.073 (2.632)***	0.2376	-0.0854	227
2006	Estimate (t-stat.)	1.156 (23.914)***	4.055 (6.730)***	-3.795 (-4.261)***	-1.317 (-0.212)	0.2086	0.8835	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.752 (29.910)***	2.982 (7.192)***	-2.296 (-4.619)***	-1.992 (-2.459)**	0.2227	-0.4596	288
2008	Estimate (t-stat.)	0.647 (27.100)***	1.062 (2.844)***	-0.540 (-1.129)	0.596 (2.212)**	0.0972	-0.4502	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.732 (26.376)***	0.513 (1.417)	0.122 (0.270)	2.299 (2.098)**	0.0919	-0.0964	174

$$\text{回帰モデル: } P_{it} = \beta_6 + \beta_7 \text{EPSBG}_{it} + \beta_8 \text{DummyL}_{it} + \beta_9 \text{GWA}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{M4})$$

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure C4 : 「主題 2 分析 2 の追加課題」 EPSBG+損失ダミーの回帰の $\overline{R^2}(M3B) \cdot AIC(M3B)$ と
EPSBG+損失ダミー+GWA の回帰の $\overline{R^2}(M4) \cdot AIC(M4)$ の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M3B	0.0415	0.0292	0.253	0.1241	0.1184	0.0479	0.0995	0.2286	0.0978	0.2842	0.2137	0.2114	0.2105	0.0944	0.0778
R^2M4	0.0447	0.028	0.2496	0.1278	0.1215	0.0443	0.0974	0.2328	0.1036	0.2918	0.2376	0.2086	0.2227	0.0972	0.0919
M3B-M4	-0.0032	0.0012	0.0034	-0.0037	-0.0031	0.0036	0.0021	-0.0042	-0.0058	-0.0076	-0.0239	0.0028	-0.0122	-0.0028	-0.0141



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM3B	-1.3690	-0.5731	-0.7538	-0.2032	0.0573	1.1461	0.5923	-0.0869	0.1978	1.5829	-0.0402	0.8762	-0.4474	-0.4519	-0.0967
AICM4	-1.3673	-0.5671	-0.7448	-0.2074	0.0729	1.1657	0.5990	-0.0825	0.1997	1.5768	-0.0854	0.8835	-0.4596	-0.4502	-0.0964
M3B-M4	-0.0017	-0.0060	-0.0090	0.0042	-0.0156	-0.0196	-0.0067	-0.0044	-0.0019	0.0061	0.0452	-0.0073	0.0122	-0.0017	-0.0003

Table C7 : 〔主題3 分析1 (M5A)〕 BVE+EPS の回帰の結果

		切片	BVE	EPS	R^2	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.800 (32.341)***	0.061 (1.613)	0.391 (1.539)	0.0481	-1.3637	193
1996	Estimate (t-stat.)	1.293 (41.231)***	-0.039 (-1.168)	0.520 (1.804)*	0.0146	-0.5518	204
1997	Estimate (t-stat.)	0.713 (27.644)***	0.082 (2.202)**	1.855 (7.430)***	0.2309	-0.7244	220
1998	Estimate (t-stat.)	0.803 (25.290)***	-0.014 (-0.450)	0.948 (3.914)***	0.1160	-0.2058	248
1999	Estimate (t-stat.)	0.966 (31.491)***	0.009 (0.421)	0.874 (5.098)***	0.0894	0.0878	186
2000	Estimate (t-stat.)	1.126 (20.709)***	-0.028 (-1.030)	0.795 (3.800)***	0.0465	1.1454	217
2001	Estimate (t-stat.)	0.870 (21.902)***	0.110 (4.783)***	0.213 (1.686)*	0.1083	0.5824	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.809 (26.503)***	0.103 (4.376)***	0.409 (3.270)***	0.2107	-0.0521	223
2003	Estimate (t-stat.)	0.724 (21.465)***	0.127 (6.020)***	0.090 (0.894)	0.1736	0.1100	219
2004	Estimate (t-stat.)	1.321 (19.065)***	0.144 (3.480)***	0.903 (1.721)*	0.1782	1.7210	220
2005	Estimate (t-stat.)	0.981 (25.389)***	0.129 (4.227)***	0.785 (3.614)***	0.1759	0.0068	230
2006	Estimate (t-stat.)	1.303 (22.027)***	-0.010 (-0.215)	2.378 (6.158)***	0.1606	0.9386	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.786 (27.072)***	0.073 (2.249)**	1.366 (4.849)***	0.1546	-0.4115	287
2008	Estimate (t-stat.)	0.687 (20.269)***	-0.003 (-0.095)	0.587 (3.358)***	0.0629	-0.4177	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.620 (16.898)***	0.133 (4.215)***	0.500 (4.876)***	0.1688	-0.1955	174

回帰モデル : $P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BVE_{it} + \gamma_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$ (M5A)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table C8 : 〔主題 3 分析 1 (M5B)〕 BVE+EPSBG の回帰の結果

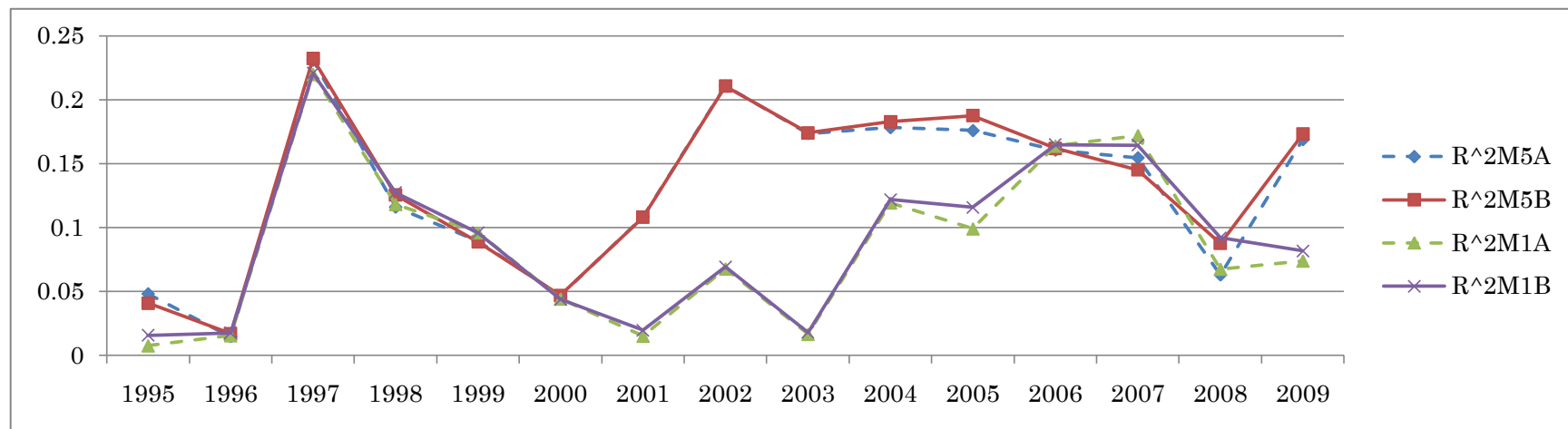
		切片	BVE	EPSBG	R^2	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.801 (32.425)***	0.059 (1.528)	0.436 (1.684)*	0.0409	-1.3666	193
1996	Estimate (t-stat.)	1.293 (41.249)***	-0.042 (-1.228)	0.553 (1.874)*	0.0171	-0.5543	204
1997	Estimate (t-stat.)	0.710 (27.678)***	0.081 (2.200)**	1.862 (7.354)***	0.2321	-0.7259	220
1998	Estimate (t-stat.)	0.800 (25.349)***	-0.015 (-0.485)	0.987 (3.954)***	0.1255	-0.2167	248
1999	Estimate (t-stat.)	0.965 (31.600)***	0.007 (0.344)	0.878 (5.087)***	0.0888	0.0884	186
2000	Estimate (t-stat.)	1.125 (20.708)***	-0.029 (-1.082)	0.803 (3.827)***	0.0470	1.1450	217
2001	Estimate (t-stat.)	0.869 (21.916)***	0.110 (4.770)***	0.209 (1.670)*	0.108	0.5828	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.809 (26.327)***	0.102 (4.264)***	0.409 (3.233)***	0.2105	-0.0519	223
2003	Estimate (t-stat.)	0.724 (21.461)***	0.127 (6.01)***	0.093 (0.918)	0.1740	0.1096	219
2004	Estimate (t-stat.)	1.317 (18.736)***	0.142 (3.409)***	0.933 (1.758)*	0.1827	1.7155	220
2005	Estimate (t-stat.)	0.977 (25.508)***	0.125 (4.076)***	0.854 (3.754)***	0.1875	-0.0075	230
2006	Estimate (t-stat.)	1.296 (21.808)***	-0.014 (-0.290)	2.409 (6.288)***	0.1619	0.9371	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.783 (26.571)***	0.070 (2.129)**	1.317 (4.874)***	0.1452	-0.4005	287
2008	Estimate (t-stat.)	0.681 (20.225)***	-0.009 (-0.237)	0.713 (3.810)***	0.0877	-0.4446	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.615 (17.001)***	0.131 (4.180)***	0.534 (5.098)***	0.1732	-0.2008	174

回帰モデル : $P_{it} = \gamma_3 + \gamma_4 BVE_{it} + \gamma_5 EPSBG_{it} + \varepsilon_{it}$ (M5B)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure C5 : 〔主題 3 分析 1〕 BVE+EPS の回帰の $\overline{R^2}(M5A) \cdot AIC(M5A)$ と BVE+EPSBG の回帰の $\overline{R^2}(5B) \cdot AIC(M5B)$ の比較
(グラフ内で主題 1 分析 1 との比較を含む)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M5A	0.0481	0.0146	0.2309	0.1160	0.0894	0.0465	0.1083	0.2107	0.1736	0.1782	0.1759	0.1606	0.1546	0.0629	0.1688
R^2M5B	0.0409	0.0171	0.2321	0.1255	0.0888	0.0470	0.1080	0.2105	0.1740	0.1827	0.1875	0.1619	0.1452	0.0877	0.1732
M5A-M5B	0.0072	-0.0025	-0.0012	-0.0095	0.0006	-0.0005	0.0003	0.0002	-0.0004	-0.0045	-0.0116	-0.0013	0.0094	-0.0248	-0.0044



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM5A	-1.3637	-0.5518	-0.7244	-0.2058	0.0878	1.1454	0.5824	-0.0521	0.1100	1.7210	0.0068	0.9386	-0.4115	-0.4177	-0.1955
AICM5B	-1.3666	-0.5543	-0.7259	-0.2167	0.0884	1.1450	0.5828	-0.0519	0.1096	1.7155	-0.0075	0.9371	-0.4005	-0.4446	-0.2008
M5A-M5B	0.0029	0.0025	0.0015	0.0109	-0.0006	0.0004	-0.0004	-0.0002	0.0004	0.0055	0.0143	0.0015	-0.0110	0.0269	0.0053

Table C9 : 〔主題 3 分析 2 (M6)〕 BVE+EPSBG+GWA の回帰の結果

		切片	BVE	EPSBG	GWA	R^2	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.800 (33.366)***	0.045 (1.142)	0.523 (2.107)**	4.251 (1.732)*	0.0495	-1.3706	193
1996	Estimate (t-stat.)	1.288 (41.607)***	-0.050 (-1.441)	0.583 (2.074)**	5.096 (1.623)	0.0236	-0.5561	204
1997	Estimate (t-stat.)	0.709 (25.863)***	0.081 (2.200)**	1.860 (7.335)***	0.523 (0.121)	0.2286	-0.7169	220
1998	Estimate (t-stat.)	0.794 (24.681)***	-0.028 (-0.800)	0.990 (3.868)***	7.858 (1.729)*	0.1335	-0.2258	246
1999	Estimate (t-stat.)	0.977 (28.109)***	0.003 (0.111)	0.917 (4.881)***	-2.159 (-0.537)	0.0866	0.1101	181
2000	Estimate (t-stat.)	1.115 (18.158)***	-0.030 (-0.985)	0.865 (3.671)***	3.690 (0.539)	0.0426	1.1654	214
2001	Estimate (t-stat.)	0.878 (20.980)***	0.116 (5.232)***	0.214 (1.692)*	-5.653 (-1.305)	0.1083	0.5868	224
2002	Estimate (t-stat.)	0.788 (26.845)***	0.112 (4.576)***	0.427 (3.168)***	3.322 (0.967)	0.2244	-0.0596	221
2003	Estimate (t-stat.)	0.716 (18.235)***	0.124 (5.975)***	0.092 (0.937)	3.142 (0.706)	0.1739	0.1181	218
2004	Estimate (t-stat.)	1.274 (17.319)***	0.135 (3.080)***	0.921 (1.752)*	10.340 (1.533)	0.2029	1.6950	220
2005	Estimate (t-stat.)	0.960 (25.977)***	0.106 (3.145)***	0.938 (3.882)***	7.245 (1.654)*	0.2136	-0.0545	227
2006	Estimate (t-stat.)	1.296 (21.421)***	-0.014 (-0.286)	2.409 (6.281)***	0.113 (0.018)	0.1586	0.9449	258
2007	Estimate (t-stat.)	0.787 (26.662)***	0.074 (2.250)**	1.360 (4.773)***	-1.552 (-1.203)	0.1518	-0.4047	287
2008	Estimate (t-stat.)	0.679 (20.181)***	-0.013 (-0.357)	0.712 (3.798)***	0.602 (2.427)**	0.0906	-0.4428	201
2009	Estimate (t-stat.)	0.609 (16.985)***	0.125 (3.877)***	0.558 (5.384)***	1.231 (1.357)	0.1753	-0.1874	172

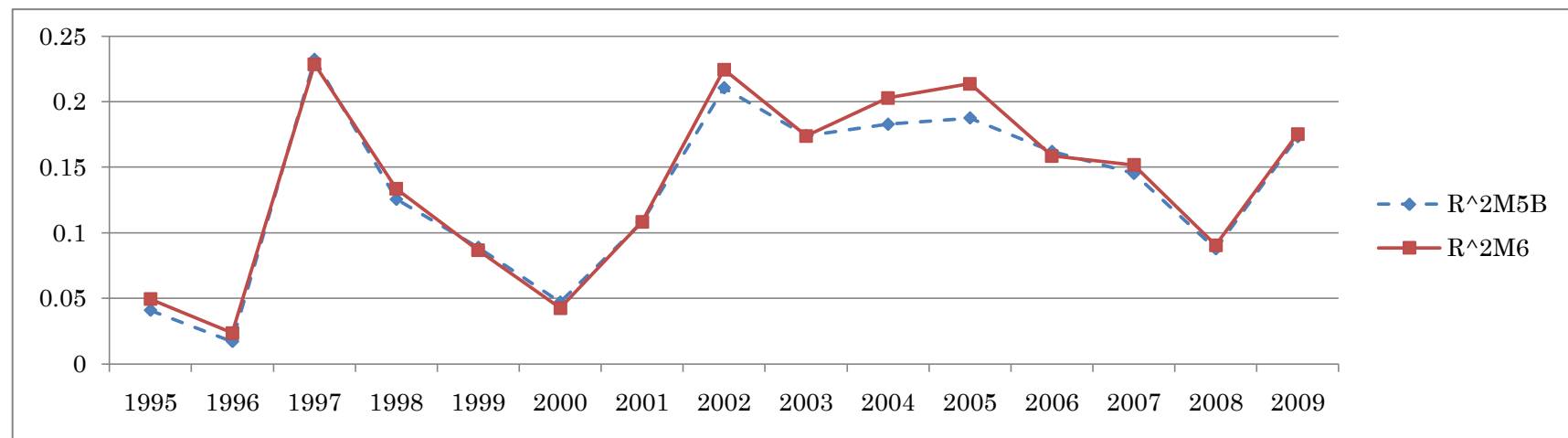
回帰モデル : $P_{it} = \gamma_6 + \gamma_7 BVE_{it} + \gamma_8 EPSBG_{it} + \gamma_9 GWA_{it} + \varepsilon_{it}$ (M6)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure C6 : 〔主題 3 分析 2 の追加課題〕 BVE+EPSBG の回帰の $\overline{R^2}(M5B) \cdot AIC(M5B)$ と

BVE+EPSBG+GWA の回帰の $\overline{R^2}(M6) \cdot AIC(M6)$ の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M5B	0.0409	0.0171	0.2321	0.1255	0.0888	0.0470	0.1080	0.2105	0.1740	0.1827	0.1875	0.1619	0.1452	0.0877	0.1732
R^2M6	0.0495	0.0236	0.2286	0.1335	0.0866	0.0426	0.1083	0.2244	0.1739	0.2029	0.2136	0.1586	0.1518	0.0906	0.1753
M5B-M6	-0.0086	-0.0065	0.0035	-0.0080	0.0022	0.0044	-0.0003	-0.0139	0.0001	-0.0202	-0.0261	0.0033	-0.0066	-0.0029	-0.0021



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM5B	-1.3666	-0.5543	-0.7259	-0.2167	0.0884	1.1450	0.5828	-0.0519	0.1096	1.7155	-0.0075	0.9371	-0.4005	-0.4446	-0.2008
AICM6	-1.3706	-0.5561	-0.7169	-0.2258	0.1101	1.1654	0.5868	-0.0596	0.1181	1.6950	-0.0545	0.9449	-0.4047	-0.4428	-0.1874
M5B-M6	0.0040	0.0018	-0.0090	0.0091	-0.0217	-0.0204	-0.0040	0.0077	-0.0085	0.0205	0.0470	-0.0078	0.0042	-0.0018	-0.0134

Table C10 : 主題 1～主題 3 の分析 1 の $\overline{R^2}$ の M1A-M1B・M3A-M3B・M5A-M5B の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
M1A-M1B	-0.0080	-0.0020	-0.0010	-0.0092	0.0001	0.0003	-0.0046	-0.0015	-0.0013	-0.0025	-0.0167	-0.0011	0.0075	-0.0244	-0.0078
M3A-M3B	-0.0031	-0.0029	-0.0009	-0.0094	0.0081	0.0016	0.0009	-0.0081	0.0008	-0.0045	-0.0201	-0.0013	0.0079	-0.0159	-0.0085
M5A-M5B	0.0072	-0.0025	-0.0012	-0.0095	0.0006	-0.0005	0.0003	0.0002	-0.0004	-0.0045	-0.0116	-0.0013	0.0094	-0.0248	-0.0044

Table C11 : 主題 1～主題 3 の分析 1 の AIC の M1A-M1B・M3A-M3B・M5A-M5B の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
M1A-M1B	0.0028	0.0021	0.0013	0.0104	-0.0001	-0.0002	-0.0098	0.0017	0.0013	0.0074	0.0187	0.0014	-0.0090	0.0266	0.0085
M3A-M3B	0.0032	0.0030	0.0012	0.0107	-0.0092	-0.0016	-0.0010	0.0104	-0.0009	0.0063	0.0252	0.0017	-0.0100	0.0174	0.0091
M5A-M5B	0.0029	0.0025	0.0015	0.0109	-0.0006	0.0004	-0.0004	-0.0002	0.0004	0.0055	0.0143	0.0015	-0.0110	0.0269	0.0053

Table C12 : 主題 1～主題 3 の分析 2 の GWA の回帰係数の推定値 M2 (α_6)・M4 (β_9)・M6 (γ_9) の符号の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
M2 (α_6)	***	+	+	+	-	-	+	+	+	+	***	+	-	***	***
M4 (β_9)	+	+	-	+	-	-	-	+	+	+	***	-	-**	***	***
M6 (γ_9)	***	+	+	***	-	+	-	+	+	+	***	+	-	***	+

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Appendix D — 追加的検証に関する実証結果 —

Table D1 : 「追加的検証 1 分析 1 (M1A)」 EPS の回帰の結果

		切片	EPS	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.844 (85.014)***	0.247 (0.992)	0.0034	-1.365	160
1996	Estimate (t-stat.)	1.266 (82.421)***	0.394 (1.271)	0.0085	-0.5438	167
1997	Estimate (t-stat.)	0.751 (54.683)***	2.073 (6.715)***	0.2073	-0.7362	187
1998	Estimate (t-stat.)	0.778 (52.739)***	0.999 (6.425)***	0.1313	-0.3020	193
1999	Estimate (t-stat.)	0.963 (47.870)***	0.877 (5.014)***	0.1050	0.0176	157
2000	Estimate (t-stat.)	1.099 (32.696)***	0.808 (3.002)***	0.0419	1.2063	174
2001	Estimate (t-stat.)	0.998 (40.659)***	0.255 (1.277)	0.0051	0.6529	185
2002	Estimate (t-stat.)	0.930 (48.581)***	0.356 (2.397)**	0.0908	0.1652	191
2003	Estimate (t-stat.)	0.898 (42.802)***	0.180 (1.268)	0.0117	0.2978	185
2004	Estimate (t-stat.)	1.466 (23.893)***	1.813 (4.433)***	0.1902	1.7540	188
2005	Estimate (t-stat.)	1.100 (47.575)***	0.943 (3.835)***	0.1090	0.1066	206
2006	Estimate (t-stat.)	1.286 (37.601)***	2.530 (5.546)***	0.1603	0.9262	234
2007	Estimate (t-stat.)	0.837 (56.727)***	1.320 (6.800)***	0.1726	-0.3797	262
2008	Estimate (t-stat.)	0.681 (42.948)***	0.707 (3.596)***	0.0812	-0.4246	193
2009	Estimate (t-stat.)	0.754 (40.889)***	0.520 (3.920)***	0.0699	-0.0558	166

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPS}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M1A)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table D2 : 「追加的検証 1 分析 1 (M1B)」 EPSBG の回帰の結果

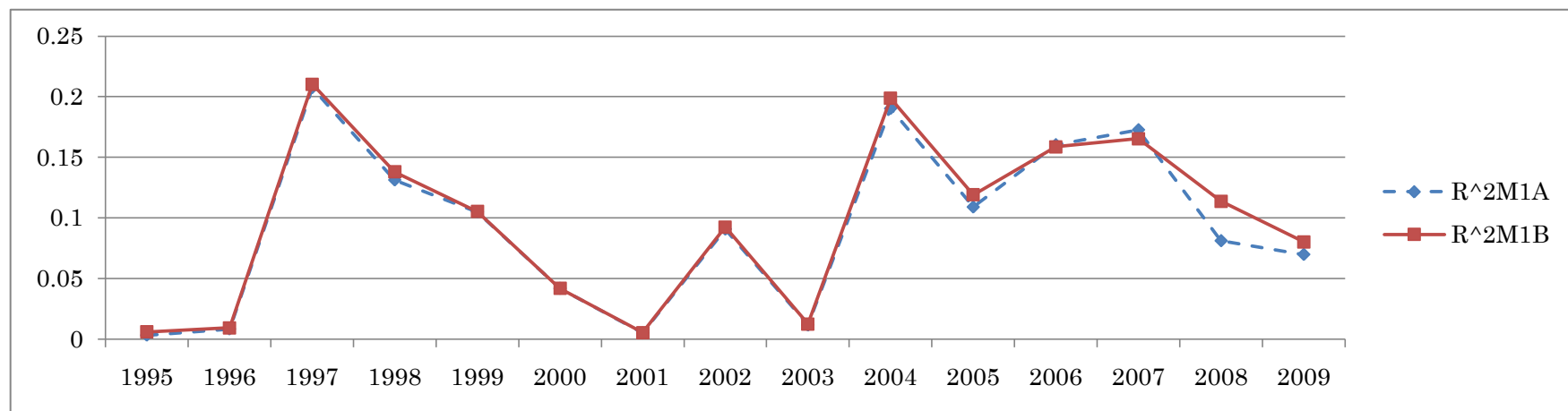
		切片	EPSBG	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.843 (83.270)***	0.284 (1.105)	0.0061	-1.3678	160
1996	Estimate (t-stat.)	1.265 (80.145)***	0.410 (1.292)	0.0095	-0.5448	167
1997	Estimate (t-stat.)	0.747 (53.338)***	2.085 (6.610)***	0.2103	-0.7400	187
1998	Estimate (t-stat.)	0.775 (0.138)***	1.029 (6.467)***	0.1381	-0.3098	193
1999	Estimate (t-stat.)	0.961 (48.173)***	0.881 (5.049)***	0.1053	0.0173	157
2000	Estimate (t-stat.)	1.096 (32.788)***	0.813 (3.006)***	0.0420	1.2062	174
2001	Estimate (t-stat.)	0.997 (40.539)***	0.259 (1.289)	0.0055	0.6526	185
2002	Estimate (t-stat.)	0.929 (48.786)***	0.360 (2.389)**	0.0925	0.1633	191
2003	Estimate (t-stat.)	0.897 (42.413)***	0.185 (1.275)	0.0126	0.2968	185
2004	Estimate (t-stat.)	1.453 (23.960)***	1.853 (4.657)***	0.1988	1.7434	188
2005	Estimate (t-stat.)	1.094 (45.099)***	0.990 (3.828)***	0.1192	0.0951	206
2006	Estimate (t-stat.)	1.277 (36.279)***	2.515 (5.520)***	0.1587	0.9281	234
2007	Estimate (t-stat.)	0.831 (54.520)***	1.291 (6.864)***	0.1654	-0.3710	262
2008	Estimate (t-stat.)	0.667 (42.845)***	0.883 (4.685)***	0.1139	-0.4607	193
2009	Estimate (t-stat.)	0.748 (41.364)***	0.564 (4.376)***	0.0803	-0.0670	166

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_2 + \alpha_3 \text{EPSBG}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M1B)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Figure D1 : 「追加的検証 1 分析 1」 EPS の回帰の $\overline{R^2}(M1A) \cdot AIC(M1A)$ と EPSBG の回帰の $\overline{R^2}(M1B) \cdot AIC(M1B)$ の比較

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
R^2M1A	0.0034	0.0085	0.2073	0.1313	0.1050	0.0419	0.0051	0.0908	0.0117	0.1902	0.1090	0.1603	0.1726	0.0812	0.0699
R^2M1B	0.0061	0.0095	0.2103	0.1381	0.1053	0.0420	0.0055	0.0925	0.0126	0.1988	0.1192	0.1587	0.1654	0.1139	0.0803
M1A-M1B	-0.0027	-0.0010	-0.0030	-0.0068	-0.0003	-0.0001	-0.0004	-0.0017	-0.0009	-0.0086	-0.0102	0.0016	0.0072	-0.0327	-0.0104



	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AICM1A	-1.3650	-0.5438	-0.7362	-0.3020	0.0176	1.2063	0.6529	0.1652	0.2978	1.7540	0.1066	0.9262	-0.3797	-0.4246	-0.0558
AICM1B	-1.3678	-0.5448	-0.7400	-0.3098	0.0173	1.2062	0.6526	0.1633	0.2968	1.7434	0.0951	0.9281	-0.3710	-0.4607	-0.0670
M1A-M1B	0.0028	0.0010	0.0038	0.0078	0.0003	0.0001	0.0003	0.0019	0.0010	0.0106	0.0115	-0.0019	-0.0087	0.0361	0.0112

Table D3 : 「追加的検証 1 分析 2 (M2)」 EPSBG + GWA の回帰の結果

		切片	EPSBG	GWA	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.829 (72.094)***	0.347 (1.470)	5.581 (2.539)**	0.0285	-1.3845	160
1996	Estimate (t-stat.)	1.258 (63.497)***	0.427 (1.328)	2.433 (0.710)	0.0061	-0.5355	167
1997	Estimate (t-stat.)	0.744 (46.997)***	2.077 (6.564)***	1.922 (0.434)	0.2069	-0.7304	187
1998	Estimate (t-stat.)	0.751 (45.604)***	1.068 (6.511)***	9.574 (2.334)**	0.1640	-0.3352	193
1999	Estimate (t-stat.)	0.960 (37.953)***	0.881 (5.059)***	0.275 (0.073)	0.0995	0.0300	157
2000	Estimate (t-stat.)	1.096 (25.458)***	0.814 (2.964)***	0.166 (0.022)	0.0364	1.2177	174
2001	Estimate (t-stat.)	0.985 (30.401)***	0.255 (1.274)	3.527 (0.734)	0.0021	0.6612	185
2002	Estimate (t-stat.)	0.903 (40.368)***	0.382 (2.397)**	6.867 (1.914)*	0.1040	0.1557	191
2003	Estimate (t-stat.)	0.872 (34.350)***	0.182 (1.310)	5.481 (1.566)	0.0208	0.2939	185
2004	Estimate (t-stat.)	1.388 (22.459)***	1.761 (4.644)***	13.058 (1.242)	0.2230	1.7179	188
2005	Estimate (t-stat.)	1.052 (36.827)***	1.033 (3.998)***	9.977 (2.943)***	0.1657	0.0457	206
2006	Estimate (t-stat.)	1.287 (30.244)***	2.529 (5.547)***	-2.852 (-0.385)	0.1567	0.9347	234
2007	Estimate (t-stat.)	0.837 (50.498)***	1.320 (6.716)***	-1.330 (-1.067)	0.1694	-0.3721	262
2008	Estimate (t-stat.)	0.661 (42.233)***	0.882 (4.788)***	0.579 (2.322)**	0.1163	-0.4584	193
2009	Estimate (t-stat.)	0.723 (31.626)***	0.585 (4.822)***	2.288 (2.074)**	0.0944	-0.0766	166

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_4 + \alpha_5 \text{EPSBG}_{it} + \alpha_6 \text{GWA}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M2)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table D4 : 「追加的検証 2 (M7)」 GWA と ΔGW の相関

		切片	ΔGW	R ²	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.002 (8.206)***	0.078 (0.868)	0.0298	160
1996	Estimate (t-stat.)	0.003 (7.897)***	0.038 (0.272)	-0.0010	167
1997	Estimate (t-stat.)	0.002 (8.205)***	-0.113 (-1.973)**	0.0826	187
1998	Estimate (t-stat.)	0.002 (7.971)***	-0.110 (-1.494)	0.0852	193
1999	Estimate (t-stat.)	0.003 (9.304)***	-0.019 (-0.489)	-0.0003	157
2000	Estimate (t-stat.)	0.003 (9.892)***	-0.046 (-2.758)***	0.1058	174
2001	Estimate (t-stat.)	0.003 (10.509)***	0.007 (0.285)	-0.0041	185
2002	Estimate (t-stat.)	0.004 (10.102)***	0.018 (0.600)	-0.0014	191
2003	Estimate (t-stat.)	0.004 (9.936)***	0.065 (1.416)	0.1096	185
2004	Estimate (t-stat.)	0.005 (8.365)***	-0.005 (-2.029)**	0.0985	188
2005	Estimate (t-stat.)	0.004 (8.833)***	0.015 (1.024)	0.0061	206
2006	Estimate (t-stat.)	0.004 (10.897)***	-0.007 (-2.438)**	0.1716	234
2007	Estimate (t-stat.)	0.004 (6.450)***	-0.166 (-2.696)***	0.2426	262
2008	Estimate (t-stat.)	0.010 (4.661)***	0.215 (1.321)	0.2054	193
2009	Estimate (t-stat.)	0.010 (9.666)***	0.065 (2.061)**	0.0822	166

回帰モデル : $GWA_{it} = \delta_0 + \delta_1 \Delta GW_{it} + \varepsilon_{it}$ (M7)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table D5 : 「追加的検証 3 (M8)」 P と ΔGW の相関

		切片	ΔGW	R ²	N
1995	Estimate	0.845	0.240	-0.0061	160
	(t-stat.)	(83.753)***	(0.161)		
1996	Estimate	1.274	-1.305	-0.0034	167
	(t-stat.)	(87.871)***	(-0.621)		
1997	Estimate	0.792	-1.374	-0.0023	187
	(t-stat.)	(57.655)***	(-0.897)		
1998	Estimate	0.788	-0.956	-0.0030	193
	(t-stat.)	(48.805)***	(-0.566)		
1999	Estimate	0.948	-0.119	-0.0064	157
	(t-stat.)	(45.868)***	(-0.122)		
2000	Estimate	1.080	-2.559	0.0246	174
	(t-stat.)	(31.619)***	(-2.496)**		
2001	Estimate	1.000	0.198	-0.0053	185
	(t-stat.)	(40.423)***	(0.226)		
2002	Estimate	0.925	2.763	0.0274	191
	(t-stat.)	(46.957)***	(2.335)**		
2003	Estimate	0.903	-0.641	-0.0005	185
	(t-stat.)	(43.951)***	(-1.866)*		
2004	Estimate	1.648	0.277	-0.0049	188
	(t-stat.)	(34.408)***	(0.370)		
2005	Estimate	1.154	-0.224	-0.0037	206
	(t-stat.)	(60.988)***	(-0.642)		
2006	Estimate	1.415	-2.239	0.0285	234
	(t-stat.)	(52.487)***	(-3.489)***		
2007	Estimate	0.882	-0.237	-0.0018	262
	(t-stat.)	(60.560)***	(-0.525)		
2008	Estimate	0.704	-0.079	-0.0047	193
	(t-stat.)	(47.770)***	(-0.360)		
2009	Estimate	0.750	-0.225	-0.0022	166
	(t-stat.)	(39.416)***	(-0.927)		

回帰モデル : $P_{it} = \delta_2 + \delta_3 \Delta GW_{it} + \varepsilon_{it}$ (M8)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table D6 : 「追加的検証 4 (M2)」 $\Delta GW \geq 0$ のサンプルを用いた EPSBG + GWA の回帰の結果

		切片	EPSBG	GWA	R ²	AIC	N
1995	Estimate (t-stat.)	0.821 (56.706)***	0.290 (1.112)	5.907 (3.016)***	0.0454	-1.5911	95
1996	Estimate (t-stat.)	1.236 (63.318)***	0.561 (1.324)	1.597 (0.466)	0.0025	-0.8008	122
1997	Estimate (t-stat.)	0.731 (34.170)***	2.465 (4.219)***	0.554 (0.103)	0.2234	-0.8493	128
1998	Estimate (t-stat.)	0.747 (37.951)***	0.966 (6.317)***	7.902 (1.166)	0.1660	-0.4104	133
1999	Estimate (t-stat.)	0.934 (30.482)***	0.837 (4.299)***	3.216 (0.574)	0.0840	-0.0150	105
2000	Estimate (t-stat.)	1.125 (18.636)***	0.430 (1.299)	-11.337 (-1.136)	0.0118	1.2084	103
2001	Estimate (t-stat.)	0.988 (24.743)***	0.191 (0.850)	3.240 (0.620)	-0.0079	0.6834	124
2002	Estimate (t-stat.)	0.916 (32.350)***	0.369 (2.189)**	10.154 (2.225)**	0.1178	0.2632	127
2003	Estimate (t-stat.)	0.843 (27.890)***	0.710 (2.705)***	3.456 (0.778)	0.0478	0.3204	138
2004	Estimate (t-stat.)	1.391 (19.701)***	1.965 (5.211)***	16.731 (1.260)	0.2744	1.7857	126
2005	Estimate (t-stat.)	1.065 (30.451)***	1.047 (3.607)***	8.660 (2.405)**	0.1778	0.0549	141
2006	Estimate (t-stat.)	1.305 (33.853)***	2.326 (5.137)***	-13.458 (-3.009)***	0.2095	0.6787	174
2007	Estimate (t-stat.)	0.828 (39.639)***	1.081 (6.632)***	-2.296 (-1.041)	0.1805	-0.4577	145
2008	Estimate (t-stat.)	0.665 (36.412)***	0.825 (4.199)***	0.531 (2.187)**	0.1134	-0.4201	137
2009	Estimate (t-stat.)	0.734 (27.805)***	0.602 (4.249)***	2.098 (1.501)	0.0798	-0.0152	130

回帰モデル : $P_{it} = \alpha_4 + \alpha_5 \text{EPSBG}_{it} + \alpha_6 \text{GWA}_{it} + \varepsilon_{it}$ (M2)

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

Table D7： 追加的検証 1-4 のまとめ¹⁰⁸

	追加的検証 1 分析 1	追加的検証 1 分析 2	追加的 検証 2	追加的 検証 3	追加的 検証 4 ¹⁰⁹
1995	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋**	＋	＋	
1996	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	＋	－	✓
1997	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	－**	－	✓
1998	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋**	－	－	✓
1999	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	－	－	
2000	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	－***	－**	✓
2001	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	＋	＋	✓
2002	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋*	＋	＋**	
2003	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	＋	－*	✓
2004	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋	－**	＋	
2005	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋***	＋	－	✓
2006	(M1A)の $R^2 > (M1B)の R^2$	－	－**	－***	✓
2007	(M1A)の $R^2 > (M1B)の R^2$	－	－***	－	✓
2008	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋**	＋	－	✓
2009	(M1A)の $R^2 < (M1B)の R^2$	＋**	＋**	－	✓

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意

¹⁰⁸ 追加的検証の仮説に関連する部分は網掛けにしてある。各検証の網掛けの条件は以下の通りである。

- ・追加的検証 1 分析 1：のれん償却費控除前利益の $\overline{R^2} > \text{のれん償却費控除後利益の}\overline{R^2}$ であること
- ・追加的検証 1 分析 2：のれん償却費の回帰係数の推定値 α_6 の符号がプラスであること
- ・追加的検証 2：のれん償却費 GWA とのれん簿価変動額 ΔGW にマイナスの相関があること
- ・追加的検証 3：のれん簿価変動額 ΔGW と株価 P にマイナスの相関があること
- ・追加的検証 4：脚注 109 参照

¹⁰⁹ ✓は、追加的検証 1 分析 2 との比較において、のれん償却費 GWA にかかる係数の推定値 α_6 が改善したことを表す。具体的には、2006 年 3 月期・2007 年 3 月期においてはマイナスの影響がさらに強くなり、他の 9 期間においてはプラスの影響が緩和された。